

# ЭЛЕКТРОННАЯ ТОРГОВЛЯ

## Акции

[Классификация акций](#)  
[Планы инвестирования](#)  
[Наличный и маржевый счет](#)  
[Сплит](#)  
[Операции с акциями](#)  
[Короткие продажи](#)  
[Покупка варрантов](#)  
[Сбор и анализ информации об акциях](#)  
[Право голоса](#)  
[Дивиденды](#)  
[Оформление акционерных сертификатов](#)  
[Риски, связанные с инвестициями в акции](#)

## IPO

[Поиск андеррайтера](#)  
[Период ожидания](#)  
[Факторы риска](#)  
[Типы соглашений при осуществлении андеррайтинга](#)  
[Вознаграждение за участие в андеррайтинге](#)  
[Road Show](#)  
[Стоимость осуществления IPO](#)  
[Ценовой анализ IPO](#)  
[Завершение андеррайтинга](#)

## Опционы

[Определение](#)  
[Стоимость опциона](#)  
[Покупка опциона](#)  
[Продажа опциона](#)  
[Практические правила опционной торговли](#)  
[Опционные стратегии](#)  
[Словарь опционов](#)

## Облигации

[Определение](#)  
[Рейтинг эмитента](#)  
[Корпоративные облигации](#)  
[Расчет доходности](#)  
[Муниципальные облигации](#)  
[Государственные обязательства](#)  
[Кривая доходности](#)

## **Взаимные фонды**

[Определение](#)

[Классификация взаимных фондов](#)

[Dollar Cost Averaging](#)

[Доходы взаимных фондов](#)

[Ставки сборов и комиссионных](#)

[Анализ деятельности взаимных фондов](#)

[Источники информации о фондах](#)

[Словарь взаимных фондов](#)

## **Фьючерсы**

[Срочные контракты](#)

[Фьючерсные контракты](#)

[Спекуляция на фьючерсном рынке](#)

[Открытие и закрытие позиции](#)

[Финансовые фьючерсы](#)

[Маржа](#)

[Покупка фьючерсного контракта](#)

[Фьючерсный спрэд](#)

## **Электронная торговля**

[Правила SEC, положившие начало электронной торговле](#)

[Дневная торговля \(Day trading\)](#)

[SuperDot](#)

[Электронные торговые сети](#)

[SelectNet](#)

[Small Order Execution System \(SOES\)](#)

[Словарь электронной торговли](#)

### **Электронные торговые системы ECN**

[Электронные системы торговли](#)

[Альтернативные системы торговли и их регулирование](#)

[Краткая характеристика ECNs](#)

[Влияние ECNs на фондовый рынок США](#)

### **Национальная рыночная система Nasdaq**

**Котировки второго уровня Nasdaq**

**Информационное электронное табло внебиржевого рынка**

**Корпорация по защите прав инвесторов в ценные бумаги (SIPC)**

### **Фондовые индексы**

[Котировки Nasdaq Level II](#)

[Окна маркет-мейкеров](#)

[Правило часовой стрелки и окна времени и продаж](#)

[Краткое описание OTC Bulletin Board](#)

[Несколько слов об истории](#)

[Сравнение Nasdaq и OTCBB](#)

[Особенности функционирования OTCBB](#)

[Ответы на часто задаваемые вопросы](#)

[Определение](#)

[Методика определения фондовых индексов](#)

[Основные фондовые индексы](#)

[Методика расчета индекса Hang Seng Index \(HSI\)](#)

Индексы различных секторов  
Состав основных индексов Dow Jones

## Классификация акций

Если вы решили приобрести акции и стоите перед выбором, какие из них заслуживают внимания в качестве объекта для инвестирования, вы должны знать, что существует несколько видов акций. Первым критерием сужения поиска является выбор категории акций, характеристики которой соответствуют поставленной инвестиционной цели, размеру располагаемых ресурсов и индивидуальной склонности к риску. Чаще всего различают следующие категории: "голубые фишки" (Blue Chip Stocks), "копеечные акции" (Penny Stocks), стоимостные акции (Value Stocks), акции роста (Growth Stocks), акции дохода (Income Stocks), циклические акции (Cyclical Stocks), спекулятивные акции (Speculative Stocks) и защитные акции (Defensive Stocks).

**Голубыми фишками** на Уолл Стрит называют самые популярные акции. Среди эмитентов акций данной категории - General Electric, Dupont, IBM, Proctor & Gamble, т.е. компании, которые имеют серьезную репутацию и стабильные позиции на рынке, чьи бумагам присвоен рейтинг инвестиционного уровня. Обычно по таким акциям регулярно в течение продолжительного времени выплачиваются дивиденды, вне зависимости от того, благополучный год был у компании или неудачный, кроме того, инвесторы вполне могут рассчитывать на невысокий, но стабильный доход в виде прироста капитала в результате роста цен на данные акции.

**Копеечные акции** обычно продаются по цене ниже \$5.00, что может явиться фактором, определяющим их большую привлекательность для индивидуальных инвесторов по сравнению с дорогими акциями. Некоторые из копеечных акций значительно вырастают в цене, однако нередки случаи, когда эмитировавшие их компании оказываются малорентабельными или вообще терпят банкротство.

**Стоимостные акции** также по некоторым причинам не отличаются высокой ценой. Часто их эмитенты испытывают финансовые затруднения, или недооценивается потенциал их роста, или они функционируют в отрасли, непривлекательной для инвесторов.

**Эмитентом акций роста** выступают компании, имеющие высокий потенциал роста. Обычно данные компании вкладывают значительные средства в НИОКР и почти полностью реинвестируют полученную прибыль в целях будущего расширения и увеличения своей рыночной доли, поэтому по их акциям, если и выплачиваются дивиденды, то очень низкие. Покупатели акций роста должны быть готовы пожертвовать текущим доходом ради будущего приращения капитала. Рыночная цена акций роста может быть подвержена более значительным колебаниям по сравнению с другими акциями. Когда данные о прибылях компаний не соответствуют ожиданиям аналитиков, котировки их акций испытывают сильное падение.

**Акции дохода** привлекают инвесторов, рассчитывающих на получение постоянного дивидендного дохода. Компания способна регулярно выплачивать своим акционерам хорошие дивиденды, если стабильность ее прибыли объясняется, например, конкурентными преимуществами ее товаров или услуг. Эмитентом **циклических акций** выступают компании, прибыль которых колеблется в зависимости от фазы экономического цикла, причем для некоторых отраслей существуют свои циклы конъюнктуры. Когда общеэкономические условия складываются благоприятно, прибыль компании растет вместе с котировками ее акций. При ухудшении экономической конъюнктуры прибыль компании снижается, и цены на ее акции начинают быстро двигаться вниз.

Одним из способов определения **спекулятивных акций** является анализ коэффициента "цена/прибыль" (Price Earnings Ratio), который представляет собой отношение рыночной цены акции к доходу по ней за 12 месяцев. Когда у акций, входящих в состав индекса Доу-Джонса, данный показатель составляет 15-20, у спекулятивных акций он находится на уровне 50-100. К спекулятивным относятся и акции нового выпуска, на которые предъявляется ажиотажный спрос, питаемый надеждами на быстрый рост их цены. В настоящее время хорошим примером спекулятивных акций являются акции большинства Интернет-компаний, имеющих очень высокую рыночную капитализацию на фоне незначительных прибылей или даже убытков.

Ценовая **динамика защитных** акций показывает устойчивость в периоды падения на рынке. Их эмитентами являются компании по производству продуктов питания, фармацевтические компании, фирмы, предоставляющие коммунальные услуги. Деятельность таких компаний менее подвержена изменениям экономической конъюнктуры, так как спрос на их продукцию в периоды кризиса почти не снижается. "Защитные акции" включаются в инвестиционный портфель в качестве страховки от резкого падения стоимости других его составляющих.

Разделение акций на **обыкновенные** и **привилегированные** основывается на различии в объеме прав и преимуществ, предоставляемых акционерам. Владельцы обыкновенных акций имеют право голоса на общих собраниях акционеров и право на получение дивидендов, размер которых прямо зависит от финансовых результатов деятельности компании и решения по этому вопросу Совета Директоров. Владельцы привилегированных акций не имеют права голоса, но получают фиксированные гарантированные дивиденды независимо от размера полученной компанией прибыли, причем выплачиваются они до распределения дивидендов по обыкновенным акциям. Кроме того, держатели привилегированных акций имеют преимущественное право на долю активов компании в случае прекращения ее деятельности. Единственным недостатком приобретения привилегированных акций можно считать то, что размер дивидендов по ним остается неизменным даже в случае роста прибыли компании.

Классифицировать акции можно и по такому признаку, как размер компании-эмитента, или ее рыночная капитализация (произведение числа всех находящихся в обращении акций на их текущую рыночную цену). По акциям крупных компаний обычно регулярно выплачиваются дивиденды, и котировки многих из них устойчиво растут. Крупные компании благодаря своим значительным активам обладают большей финансовой устойчивостью в периоды кризиса. Единственно, акции компаний с высокой капитализацией (large-cap stocks) имеют более высокую цену по сравнению с акциями средних и мелких компаний.

Акции компаний с малой капитализацией (small-cap stocks) обычно характеризуются, как акции роста, хотя, при условии получения компанией прибыли, по акциям даже могут выплачиваться дивиденды. Прибыль мелких компаний из-за незначительного размера их активов и меньшей финансовой устойчивости более уязвима перед колебаниями экономической конъюнктуры, и в периоды спада стоимость инвестиций в их акции может значительно снизиться. Кроме того, для акций малых компаний существует риск ликвидности - объемы торгов по ним весьма незначительны, и у инвестора, вложившего деньги в small caps, могут возникнуть трудности при поиске покупателя на них. Недостаточная ликвидность данной категории акций служит одной из причин, по которой институциональные инвесторы избегают осуществлять в них значительные вложения.

**Требования, предъявляемые к компаниям для внесения их акций в листинг на ведущих фондовых биржах (на 31 декабря 1998г.):**

Биржа	Минимальный размер эмиссии	Минимальная рыночная стоимость
Нью-Йоркская фондовая биржа	1,1 миллион акций	\$18 миллионов
НАСДАК	500,000 акций	\$3 миллиона
Рынок НАСДАК для компаний с малой капитализацией	100,000 акций	\$1 миллион
Американская Фондовая Биржа	500,000 акций	\$3 миллиона

## Планы инвестирования

Было разработано несколько методов, призванных помочь инвесторам выбрать правильный момент для "вхождения в рынок", т.е. для покупки ценных бумаг. Несмотря на распространение специального программного обеспечения, которое каждый инвестор может установить на свой компьютер, эти простые методы продолжают показывать свою эффективность. Основная цель, которую преследуют данные планы инвестирования - обеспечить инвесторам некоторую защиту и минимизацию потерь, если покупка акций состоялась при неблагоприятной цене.

План **Dollar Cost Averaging** предполагает инвестирование фиксированной долларовой суммы через определенные промежутки времени в течение достаточно продолжительного срока. Данный метод "усреднения затрат" предполагает, что покупка акций при неблагоприятной конъюнктуре рынка будет компенсирована покупкой по низким ценам. Для реализации данной схемы инвестирования нужно выбрать 5-6 акций, т.е. несколько диверсифицировать свой портфель. Это не означает, что в структуру портфеля нельзя вносить изменения, наоборот, желательно избавляться от акций, динамика которых постоянно отстает от динамики фондового индекса, избранного в качестве ориентира.

Главное преимущество данного метода таково: средняя цена, по которой были куплены акции, обычно ниже их текущей рыночной цены. Так как данный метод предполагает инвестирование фиксированной суммы, а не покупку фиксированного числа акций, то в периоды, когда на рынке происходит падение, покупается большее число акций, нежели в периоды, когда рынок растет.

Среди недостатков можно отметить возможность ситуации, при которой ликвидация портфеля будет происходить в момент рыночного падения, и инвестор вполне может понести убытки, продав акции по

цене, ниже той, по которой они были куплены. Другую опасность при реализации данной схемы представляет то обстоятельство, что инвестор со временем может начать испытывать трудности с регулярным внесением фиксированной суммы из-за снижения своего дохода, и прекращение покупки акций может прийти на благоприятный период развития рынка. Кроме того, у инвестора может возникнуть вполне объяснимое желание отказаться от данной "автоматической" схемы инвестирования и попытаться определять оптимальный момент для покупки, что будет похоже на превращение его из долгосрочного инвестора в спекулянта.

**Constant Dollar System** - данный план инвестирования предполагает, что сумма, вложенная в покупку акций, остается постоянной. Создается портфель с высокой степенью диверсификации. Например, у инвестора \$100,000 вложено в акции. Если стоимость портфеля вырастает, скажем, до \$110,000, прирост капитала в \$10,000 изымается и инвестируется в ценные бумаги, иные, чем акции. Держатель портфеля может выбрать определенный временной интервал для изъятия своих приращенных средств. И наоборот, если стоимость портфеля падает ниже \$100,000, инвестор должен совершить дополнительные покупки акций, чтобы вернуть его стоимость на прежний установленный уровень. Аналогично, решение о пополнении портфеля должно приниматься при определенном процентном понижении его стоимости, или через определенный временной интервал (один-два раза в год).

Одно из преимуществ данного метода - акции продаются на подъеме рынка, когда котировки растут, и покупаются в период падения, когда цены снижаются.

Среди недостатков можно отметить трудность определения оптимального времени для начала инвестирования по данной схеме. Практика показывает, что данный метод эффективен, когда цены периодически колеблются в диапазоне, близком к первоначальному уровню, существовавшему на момент вхождения в рынок.

Метод постоянного коэффициента **Constant Ratio System** предполагает поддержание в портфеле равного соотношения между акциями и облигациями 50/50. Когда цены на акции растут, некоторые из них продаются, а полученный приращенный капитал инвестируется в облигации, и наоборот. Нужно сказать, что существуют различные мнения в отношении эффективности данной схемы.

## Наличный и маржевый счет

Открывая счет в брокерской компании, нужно определить, будет ли он наличным или маржевым.

При открытии наличного счета (cash account) инвестор должен быть готов заплатить полную стоимость покупаемых акций в течение 3 дней со дня совершения сделки. Регулирующее постановление Т разрешает брокерской компании аннулировать сделку, если она не оплачена вовремя. Если покупатель совершил частичный платеж, но остается к исходу 3 дня должен брокеру более 500 долларов, неоплаченная часть ценных бумаг продается. Однако, если долг инвестора не превышает 500 долларов, брокер имеет некоторую свободу выбора. Он может предоставить инвестору на пополнение счета дополнительное время. Так, если инвестор информирует брокера, что невозможность платежа вызвана чрезвычайными обстоятельствами, он может ходатайствовать о дополнительном времени. Заявление о продлении срока оплаты должно быть одобрено национальной фондовой биржей, НАСД или Федеральным Резервным банком. Одним из самых пагубных последствий несовершения полного платежа может стать замораживание вашего счета на 90 календарных дней, после того, как брокерская фирма предпримет какие-либо действия в отношении неоплаченной части ценных бумаг. Это означает, что инвестор может использовать счет для покупки ценных бумаг лишь при условии внесения полной предоплаты.

Положение Т регулирует и открытие маржевого счета (margin account). По условиям маржевого счета инвестор при покупке ценных бумаг имеет право воспользоваться брокерским кредитом. Правила совершения операций с маржей, как и то, какие бумаги могут стать их предметом, и какой процент цены покупатель обязан уплатить из своих средств, устанавливаются Федеральной Резервной Системой. В периоды, когда рынок переживает сильное падение, инвесторы, активно использующие заимствованные средства в операциях с маржей, сталкиваются с невозможностью выполнить требования о пополнении маржи (margin call), результатом чего становятся панические продажи ценных бумаг, что еще более усугубляет кризис. Это одна из причин, по которой ФРС выпустила Правило Т, ограничивающее долю заимствованных средств при покупке с маржей 50%.

Предоставление залога в обеспечение займа является одним из ключевых моментов при операциях с маржей. Когда вы совершаете покупку ценных бумаг по маржевому счету, вы закладываете их в качестве гарантии выполнения своих обязательств, как того требует законодательство. Брокерские компании в свою очередь имеют право перезакладывать клиентские ценные бумаги в обеспечение банковских кредитов. Именно это право определяет способность брокерских компаний предоставлять своим клиентам кредиты на покупку ценных бумаг.



Все акции, купленные с использованием маржи, должны подлежать "уличной" регистрации, или регистрации на имя брокера (Street Name). Это означает, что акционерный сертификат выписывается на брокера, но ценные бумаги, собственность на которые он подтверждает, не рассматриваются как часть личного имущества брокера. Последний, в случае необходимости, оперативно и без лишних формальностей может реализовать заложенные таким образом клиентские ценные бумаги. Клиент является "бенефициарным собственником", т.е. фактическим владельцем ценных бумаг, зарегистрированных на имя брокера. Он получает все преимущества, связанные с владением акциями: дивидендный доход, доход в виде приращения капитала, право голоса на собрании акционеров, преимущественное право подписки на новые акции, право ликвидировать позицию полностью или частично.

Дебетовое сальдо представляет собой сумму брокерского кредита, полученного для совершения покупки акций с использованием маржи.

Предположим, инвестор открывает маржевый счет и хочет купить 1000 акций по цене \$30. Цена покупки составляет \$30,000. Первоначальная 50%-ная маржа (гарантийный взнос, который инвестор должен предоставить брокеру до проведения сделки) составляет \$15,000. Дебетовое сальдо равно \$15,000. Баланс собственных средств составляет \$15,000. Текущая рыночная стоимость акций - \$30,000. При сложении процентных соотношений дебетового сальдо и баланса собственных средств всегда получается 100%.

В случае возникновения требования о пополнении маржи клиент при отсутствии денежных средств может депонировать на счет имеющиеся у него в наличии ценные бумаги.

Если цена акций вырастает до \$40, текущая рыночная стоимость клиентского счета увеличивается на \$10,000 (до \$40,000), которые называются излишним капиталом (Excess Equity). Так как первоначальный заём у брокера составлял \$15,000 (50% от стоимости в \$30,000), то теперь, когда рыночная стоимость увеличилась до \$40,000, 50% от которых составляют \$20,000, клиент получает возможность занять дополнительно \$5,000.

Излишек капитала, образующийся на маржевом счете, перечисляется брокерской компанией на специальный счет (Special Memorandum Account, SMA). В отношении излишних средств клиент может предпринять одно из трех действий: обратить их в наличные, использовать их для новой покупки акций или просто оставить их на счете. Излишек капитала в размере \$5,000 позволяет инвестору без внесения дополнительного обеспечения купить акции на сумму \$10,000.

Рассмотрим обратную ситуацию. Предположим, купленные по \$30 акции упали в цене до \$20. Текущая рыночная стоимость снизилась с \$30,000 до \$20,000. Дебетовое сальдо продолжает оставаться на уровне \$15,000, но собственные средства клиента на счете снизились до \$5,000, что означает невыполнение им Правила Т о 50%-ном маржевом требовании.

Расчет суммы, требуемой к внесению на счет, производится следующим образом. Путем умножения 0,50 (50%) на новую текущую рыночную стоимость \$20,000 получаем \$10,000. После вычета имеющихся на счете собственных средств в размере \$5,000 получаем \$5,000. Пока счет не будет пополнен на эту сумму, на него будут налагаться ограничения. Клиент с ограниченным счетом сможет совершить новые покупки акций только при условии внесения на счет всей суммы средств, необходимых для соблюдения требований Правила Т. Однако, если инвестор захочет продать часть или все ценные бумаги со своего счета, на который были наложены ограничения, он подчиняется "Правилу удержания" (Retention Rule), выпущенному ФРС. По данному правилу брокерская компания обязана удерживать 50% поступлений от продажи клиентом ценных бумаг для сокращения дебетового сальдо на его счете. Остальные 50% поступают в распоряжение клиента.

Для маржевого счета существует и требование минимального поддержания (minimum maintenance). Уровень собственных клиентских средств должен соответствовать 25% текущей рыночной стоимости ценных бумаг на маржевом счете. Таким образом, стоимость ценных бумаг никогда не упадет ниже суммы первоначального кредита. Кроме того, правила НЙФБ и НАСД устанавливают, что на счете должно находиться не менее \$2,000, чтобы клиент получил право на брокерский кредит по операциям с маржей. Для коротких продаж требование минимального поддержания составляет 30% от рыночной стоимости.

Постановление Т четко ограничивает возможности брокерско-дилерских компаний и всех членов национальных фондовых бирж. Единственным способом расширить объем кредита, предоставляемого клиентам, является использование маржи при операциях с ценными бумагами. Кроме того, брокерским компаниям не разрешено предоставлять кредитные ресурсы своим клиентам на условиях, лучших, чем она может предоставить.

ФРС определяет следующий перечень маржевых ценных бумаг:

- Акции, занесенные в листинг или имеющие торговые привилегии на национальной фондовой бирже;
- Бумаги взаимных фондов;

- Облигации, на которые распространяются правила операций с маржей, торгуемые на внебиржевом рынке и удовлетворяющие критерию, определенному Советом Директоров ФРС.
- Акции внебиржевого рынка, которые определены ФКЦБ как приемлемые для торговли в национальной торговой системе
- Акции, включенные в список акций внебиржевого рынка, публикуемый четыре раза в год Советом Директоров ФРС

Правило разрешает, чтобы любая зарегистрированная саморегулируемая организация или брокерско-дилерская компания устанавливала свои более строгие правила по сравнению с теми, которые зафиксированы в Правиле. Поэтому, если брокерская фирма прогнозирует в будущем увеличение случаев неплатежа со стороны клиентов, она может ужесточить требования к операциям с маржей.

Несмотря на возможную высокую доходность, сделки с маржей являются весьма рискованным предприятием, грозящим обернуться огромными потерями, если купленные ценные бумаги упадут в цене настолько, что инвестору не хватит средств на возврат брокерского кредита.

## Сплит

Иногда компании объявляют сплит по своим акциям (дробление). Например, компания X имеет 5,000,000 обыкновенных акций номиналом \$1.00. В момент сплита рыночная цена акций составляла \$60.00, и сплит происходил в соотношении 2 к 1. После сплита компания X будет иметь 10,000,000 обыкновенных акций номиналом \$0.50, рыночная цена которых составляет \$30.00.

Как дробление акций отразилось на инвесторе? Предположим, что до сплита инвестор имел 500 акций компании X, и их стоимость составляла \$30,000 (500 x \$60.00). После сплита инвестор владеет уже 1,000 акций по рыночной цене \$30.00, т.е. общая стоимость его акций осталась на прежнем уровне в \$30,000.

Обычно решение о проведении сплита принимается компанией с целью сделать свои акции более привлекательными для инвесторов. Ведь на акции ценой \$30.00 найдется больше покупателей, нежели на акции, стоящие \$60.00. Это чисто психологический феномен. В дальнейшем, если на акции будет существовать повышенный спрос, их цена вырастет. Однако стопроцентной вероятности роста котировок после сплита нет.

Второй причиной проведения сплита может быть желание компании расширить базу акционеров и сделать рынок своих акций более ликвидным. Решение о сплите вступает в силу только после его одобрения на общем собрании акционеров.

Существует также обратный сплит (reverse split) - процесс, обратный дроблению. Предположим, компания X имеет в обращении 10,000,000 обыкновенных акций, имеющих рыночную цену \$10.00, и объявляет обратный сплит в соотношении 1 к 4. В результате число акций компании сокращается в 4 раза до 2,500,000, и цена на них составляет \$40.00. Как и при обычном сплите, проводя обратный сплит, компания рассчитывает на повышение привлекательности своих акций и на расширение спроса на них со стороны инвесторов. Однако опять же не существует большой вероятности того, что котировки акций после обратного сплита двинутся вверх.

## Операции с акциями

Покупка акций не является делом сложным, но этот процесс имеет свои правила.

Чтобы купить или продать акцию, вы должны обратиться в брокерскую контору, инвестиционную компанию, являющуюся членом фондовой биржи. Сделка осуществляется через посредничество фондового брокера, сдавшего экзамен на знание законодательства о ценных бумагах и зарегистрированного в Комиссии по ценным бумагам и биржам. (КЦББ). Комиссия является независимым агентством, следящим за выполнением законодательства в сфере ценных бумаг и регулирующим инвестиционный бизнес.

Вы также можете купить акции напрямую у компании-эмитента через план реинвестирования дивидендов (dividend reinvestment plan, DRP). Предлагая данный план, компания предоставляет своим акционерам возможность покупать дополнительные акции, уплачивая минимальную комиссию. После подписания DRP ваши дивиденды автоматически реинвестируются в покупку новых акций.

### Субъекты операций с ценными бумагами

**Брокеры** за комиссионное вознаграждение выполняют клиентские приказы на покупку/продажу ценных бумаг.

**Дилеры** осуществляют операции с ценными бумагами за свой счет или счет компании, где они работают. Например, если вы хотите продать акции, дилер может купить их для своей компании. Доход дилера

складывается из разницы между ценой, уплаченной при покупке акции, и ценой, полученной при ее продаже. Часто дилеров называют брокерами-дилерами, поскольку они могут выступать в обеих ипостасях.

**Инвестиционные банки** или **андеррайтеры** напрямую у компании покупают новые выпуски акций и распределяют их среди индивидуальных и институциональных инвесторов.

**Трейдеры**, также называемые зарегистрированными или конкурирующими торговцами, покупают и продают ценные бумаги в рамках управления собственным портфелем. В этом смысле, термин трейдер равнозначен термину дилер. Однако термин трейдер употребляется и для определения наемных служащих брокеров-дилеров, выполняющих сделки для компании и ее клиентов.

#### **Полный лот**

Обычно покупка или продажа акций осуществляется в количествах, кратных 100. 100 акций - минимальная единица в операциях с ценными бумагами почти на всех биржах. Однако существуют и неполные (нестандартные) лоты по неходовым акциям. Обычно брокеры по нестандартным сделкам взимают повышенные комиссии.

#### **1) Клиент. Размещает приказы покупке или продажу**

Когда вы отдаете своему брокеру распоряжение купить или продать акции по наилучшей рыночной цене, возможной в данный момент времени, вы отдаете **рыночный приказ** (market order). Цена, по которой осуществляется сделка, обычно соответствует или близка к той, которая была на момент поступления ордера, в зависимости от времени, затраченного на выполнение ордера, и активности торгов по данным акциям.

Если вы предполагаете, что цена акций, с которыми вы хотите совершить сделку, изменится, вы можете разместить **лимит-ордер** (limit order), который разрешает брокеру купить или продать акции только по цене, указанной вами, или лучшей.

**Стоп-ордер** (stop order) приказывает брокеру купить или продать по рыночной цене, как только акция перешагнет ценовой ориентир, называемый стоп-ценой. Стоп-ордера обычно используются для ограничения убытков или защиты нереализованной прибыли.

#### **2) Брокерские конторы. Исполнители сделок**

Некоторые брокеры, которых называют брокерами с полным обслуживанием (full-service broker), предоставляют, кроме простого исполнения клиентского приказа, весь спектр услуг, включая анализ рынка, консультации по выбору инвестиционной стратегии и оптимизации структуры клиентского портфеля. Дисконтные брокеры (discount broker) осуществляют сделки для клиентов, но перечень дополнительно предоставляемых ими услуг весьма ограничен. Однако их комиссионное вознаграждение намного ниже, чем у брокеров с полным обслуживанием. Опытным инвесторам, совершающим частые операции с крупными объемами, имеет смысл воспользоваться услугами "брокеров со значительным дисконтом" (deep discount broker), ставка комиссий которых еще ниже.

Самый дешевый способ осуществления операций с ценными бумагами - открыть счет у онлайн-брокера. Хотя услуга, предоставляемая вам, не будет носить персонализированный характер, многие Интернет-брокеры предлагают огромный объем информационных ресурсов, чтобы помочь своим клиентам принять взвешенное и обдуманное инвестиционное решение.

Нижеприведенная таблица позволяет сравнить средний уровень комиссионных у различных брокеров при покупке, например, 500 акций по цене \$40.00.

Тип брокера	Средний уровень комиссии
Брокер с полным обслуживанием	\$385
Дисконтный брокер	\$109 - \$144
Онлайновый брокер	\$19.95

#### **3) Фондовая биржа**

Оперативная информация - самый необходимый элемент в торговле ценными бумагами. Ее можно черпать из финансовой периодики, а с появлением Интернета индивидуальные инвесторы получили возможность следить за постоянно обновляемой информацией, доступ к которой раньше имели только профессионалы.

Доступ к информации внес кардинальные изменения в способы инвестирования. Имея некоторые навыки, вы можете проследить финансовую историю компании, воспользоваться профессиональным программным обеспечением для инвесторов, в реальном времени получать котировки. Доступ в Интернет позволяет вам в любой момент посмотреть на состояние вашего инвестиционного портфеля, увидеть влияние на него совершенной сделки, проанализировать правильность своих действий.

#### **Временные границы исполнения ордера**

Когда вы передаете брокеру стоп-ордер или лимит-ордер, он просит уточнения, является лишь ваш приказ Good' til Canceled, GTC, т.е. действительным до поступления уведомления об отмене, или day order, т.е. действительным в течение дня. В первом случае приказ остается в силе до тех пор, пока он не



исполнен, или пока от клиента не пришло уведомление об его отмене. Во втором случае приказ в случае его неисполнения к концу торгового дня, автоматически аннулируется.

Инвестиции на фондовом рынке рассматриваются как возможность быстрого обогащения. По последним исследованиям почти 79 миллионов американцев являются держателями акций. Кроме индивидуальных инвесторов на рынке активно действуют институциональные инвесторы - организации, размещающие в ценные бумаги собственные средства или средства, доверенные им в управление (инвестиционные компании, взаимные и пенсионные фонды, страховые компании, банки).

Многие институциональные инвесторы в целях ускорения процесса трейдинга при покупках или продажах больших объемов ценных бумаг используют специальные компьютерные программы. Иногда они срабатывают автоматически, когда цена перешагивает заранее определенный рубеж. Такие автоматические срабатывания могут привести к резким изменениям цены и сильно отразиться на динамике рынка. Частично фондовый кризис 1987г. объясняется именно автоматическим срабатыванием торговых систем. Поэтому на многих биржах введена система "circuit breakers" - система автоматических выключателей, позволяющая приостановить торги, когда фондовый индекс изменяется в ту или другую сторону на величину, превышающую установленный лимит.

## Короткие продажи

Многие инвесторы в надежде на получение более высоких доходов идут на дополнительный риск. Не все сделки с ценными бумагами являются простыми операциями по покупке или продаже. Существует несколько стратегий, которые можно использовать для увеличения дохода, хотя сопряженный риск потерь при этом достаточно велик. Среди этих стратегий - продажа в короткую и покупка варрантов (warrant). Обе они основываются на просчитанном предположении, что конкретная акция в ближайшее время значительно изменится в цене.

Тогда как большинство инвесторов покупают акции, рассчитывая на увеличение их стоимости, некоторые занимают и продают акции, которых не имеют, будучи уверенными в снижении их стоимости. Ситуация, когда инвестор занимает акции у своего брокера и продает их, называется продажей в короткую. Затем он ожидает снижения цены до минимально возможного уровня и покупает то же количество акций, чтобы вернуть брокерский кредит (плюс процент и комиссия) и зафиксировать свою прибыль.

Например, вы продаете в короткую 100 акций по цене \$10. Когда цена падает, вы покупаете 100 акций по цене \$7.50, возвращаете их брокеру и оставляете себе разницу в цене \$2.50 за акцию минус комиссионное вознаграждение. Покупка акций в таком случае называется "покрытием короткой позиции" (covering the short position). Прибыль складывается из разницы между ценой, полученной при продаже, и ценой, уплаченной при обратной покупке.

Вы занимаете у брокера 100 акций по цене \$10 за акцию	Вы продаете 100 акций по цене \$10 за акцию и Получаете \$1,000	Если цена акций падает, вы получаете прибыль	Если цена акций растет, вы терпите убыток
	Цена акции \$10	Цена акции \$7.50	Цена акции \$12.50
Количество акций, которые вы должны вернуть брокеру	100	100	100
Цена обратной покупки	<b>\$1,000</b>	<b>\$750</b>	<b>\$1,250</b>
Ваша прибыль или убыток	-	<b>\$250</b>	<b>-\$250</b>

Риски, сопряженные с короткими продажами, связаны с тем, что вместо ожидавшегося снижения цены произойдет ее рост, или снижение цены будет незначительным и непродолжительным по времени. Принятие в расчет временного фактора очень важно, потому что по брокерскому кредиту выплачивается процент, и чем дольше вы не погашаете кредит, тем большие процентные платежи вы должны оплатить, снизив, таким образом, получаемую в результате операции прибыль. Рост цены является еще большим риском, потому что рано или поздно вы должны затратить для покрытия короткой позиции большую сумму, чем была получена вами при продаже заимствованных акций.

Объем коротких продаж по активно торгуемым на НИФБ акциям регулярно публикуется и дает представление об ожиданиях инвесторов в отношении ценовой динамики тех или иных бумаг.

Как правило, объем коротких продаж увеличивается в период, когда рынок переживает бум. Продавцы в короткую ожидают неизбежной коррекции на рынке, особенно, если экономика развивается не такими быстрыми темпами, как растет фондовый рынок. Но короткие продажи расцениваются и как знак бычьего рынка, потому что короткие позиции должны покрываться, а это означает, что инвесторы будут предъявлять спрос на акции, и их цена начнет подниматься.

## Покупка варрантов

Покупка варрантов также основывается на ожиданиях определенного изменения будущей цены, хотя эта стратегия несет меньший риск. Варранты за небольшое вознаграждение гарантируют покупку акций по фиксированной цене в течение оговоренного периода времени. Инвесторы покупают варранты, если уверены в будущем росте цены.

Например, вы можете заплатить \$1 в расчете за одну акцию, чтобы получить право купить акции по цене \$10 в течение 5 лет. Если цена вырастает до \$14, и вы реализуете свое право по варранту, экономия при покупке одной акции составит \$3. Затем вы можете продать акции по более высокой цене и получить прибыль.

Компании продают варранты, планируя привлечь денежные средства от нового выпуска ценных бумаг или продажи акций, находящихся в резерве. После выпуска варранта он может быть внесен в список акций и торговаться как иные инвестиционные инструменты. Обозначение *wt* после символа в таблице акций означает, что котировки даны именно на варрант, а не на акцию.

Если цена на акции на конец оговоренного периода оказывается ниже установленной цены, варрант не используется и истекает. То обстоятельство, что варранты очень дешевы и имеют достаточно продолжительный срок действия, определяет активную торговлю ими.

## Сбор и анализ информации об акциях

Самый простой способ получения информации - изучение таблиц акций. Но существуют и иные источники, могущие предоставить сведения, необходимые для взвешенной оценки как акций, так и их эмитентов.

Практически всю информацию, необходимую для принятия инвестиционного решения, можно получить через Интернет. Тысячи корпоративных и финансовых сайтов предоставляют в доступном для понимания виде сведения, начиная от отчетов по практически всем торгуемым акциям до аналитических материалов и экономической статистики. Кроме того, пользователь может подписаться на рассылку новостей, имеющих конкретную направленность, например, о компании, акции которой находятся у него в портфеле.

Одним из самых надежных источников информации является сайт КЦББ ([www.sec.gov](http://www.sec.gov)), который обеспечивает доступ к архиву - базе данных EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval System), содержащим регистрационные заявления всех публичных компаний.

Следующие показатели являются отличным индикатором состояния компании-эмитента и привлекательности ее акций в качестве объекта инвестирования. Они регулярно публикуются в финансовой периодике, содержатся на web-сайтах и могут быть получены у брокеров.

**Book value** (балансовая стоимость, стоимость чистых активов) - разница между активами и пассивами. Низкая балансовая стоимость, определяемая наличием значительного долга, означает, что прибыль компании, какой бы активной ни была ее деятельность, будет ограничена. Иногда низкая балансовая стоимость означает, что активы компании недооценены, в этом случае ее акции являются привлекательным объектом для инвестирования.

**Earnings per share, EPS** (доход на одну акцию) - данный коэффициент рассчитывается путем деления чистой прибыли на количество акций в обращении. Если он увеличивается год от года, компания растет.

**Return on equity** (доход на акционерный капитал) - отношение дохода на одну акцию к ее балансовой стоимости. Служит показателем эффективности использования акционерного капитала.

**Payout ratio** (коэффициент выплаты) - процент чистой прибыли компании, идущий на выплату дивидендов. Нормальный уровень - 25-50%.

По Закону о ценных бумагах 1933г., который также называют законом о раскрытии информации, публичная компания (т.е. акционерная компания открытого типа) обязана регулярно отчитываться перед своими акционерами. Самая полная информация содержится в годовом отчете компании, а результаты текущей деятельности отражаются в квартальных отчетах.

Типичная структура годового отчета включает:

- раздел, освещающий философию ведения бизнеса;
- детальное описание каждого вида деятельности компании. Из этого раздела можно почерпнуть сведения об эффективности управления и конкурентоспособности продукции;
- финансовую информацию, в том числе отчет о прибылях и убытках за год и баланс компании, т.е. описание состояния ее активов и пассивов на конец года в сравнении с результатами прошлого периода. Кроме того, могут прилагаться дополнительные сведения, например, о судебных исках и

разбирательствах, в которых участвует компания, или о предполагаемых изменениях в государственном регулировании, которые могут негативно отразиться на рентабельности компании;

- заключение аудитора, подтверждающее полноту и правильность предоставленной эмитентом финансовой информации;

## Право голоса

Акционер имеет право голоса при обсуждении важнейших вопросов деятельности компании, к которым, например, относятся осуществление дополнительной эмиссии акций, продажа компании внешним покупателям или изменение состава Совета директоров. Кроме того, если акционер является держателем акций более года, он получает возможность внести на голосование на годовом собрании акционеров свое предложение, если оно удовлетворяет требованиям КЦББ. Как правило, чем большим количеством акций владеет акционер, тем "громче" и "убедительнее" его голос при принятии важнейших решений.

Обычно соблюдается принцип "одна акция - один голос", но некоторые компании, особенно те, в которых основатели являются держателями крупных пакетов акций, выпускают акции с различными привилегиями при голосовании. Когда определенный класс акций несет дополнительные голоса, небольшая группа акционеров, которым они принадлежат, может контролировать деятельность компании, даже не являясь в сумме владельцем 50% акций.

### Процедура голосования

Большинство акционеров голосуют с помощью бюллетеня для заочного голосования (by proxy), получаемого до проведения годового собрания акционеров. Свой голос можно отдать по телефону, через Интернет или по почте. Существует возможность и очного голосования, когда акционер лично присутствует на собрании.

Полномочное извещение (proxy statement) - официальный документ, содержащий информацию о предполагаемых изменениях в управлении компанией, которые требуют одобрения акционеров. По закону полномочное извещение, которое является и бюллетенем для голосования, должно содержать предложения акционеров, даже если они идут в разрез с политикой компании. Кроме того, здесь указываются кандидатуры на пост директоров компании и основные акционеры. Правила КЦББ требуют, чтобы полномочное извещение содержало в табличной форме информацию о вознаграждении 5 главных функционеров компании. Кроме того, должно проводиться сравнение динамики акций компании с основным фондовым индексом, например, S&P-500.

В случае неотправления бюллетеня, голоса акционера будут автоматически расценены как отданные в пользу существующих управляющих компании.

Традиционное голосование осуществляется по принципу "одна акция - один голос" (**statutory voting**). Т.е. количество голосов, которое акционер может отдать за любую кандидатуру, в точности соответствует количеству находящихся у него во владении акций. Кумулятивное голосование (**cumulative voting**) предполагает, что число голосов на одну акцию соответствует количеству избираемых в Совет директоров членов, и акционер вправе по своему усмотрению распределить эти голоса между кандидатами.

**Трейдеры**, также называемые зарегистрированными или конкурирующими торговцами, покупают и продают ценные бумаги в рамках управления собственным портфелем. В этом смысле, термин трейдер равнозначен термину дилер. Однако термин трейдер употребляется и для определения наемных служащих брокеров-дилеров, выполняющих сделки для компании и ее клиентов.

### Полный лот

Обычно покупка или продажа акций осуществляется в количествах, кратных 100. 100 акций - минимальная единица в операциях с ценными бумагами почти на всех биржах. Однако существуют и неполные (нестандартные) лоты по неходовым акциям. Обычно брокеры по нестандартным сделкам взимают повышенные комиссии.

### 1) Клиент. Размещает приказы покупку или продажу

Когда вы отдаете своему брокеру распоряжение купить или продать акции по наилучшей рыночной цене, возможной в данный момент времени, вы отдаете **рыночный приказ** (market order). Цена, по которой осуществляется сделка, обычно соответствует или близка к той, которая была на момент поступления ордера, в зависимости от времени, затраченного на выполнение ордера, и активности торгов по данным акциям.

Если вы предполагаете, что цена акций, с которыми вы хотите совершить сделку, изменится, вы можете разместить **лимит-ордер** (limit order), который разрешает брокеру купить или продать акции только по цене, указанной вами, или лучшей.

**Стоп-ордер** (stop order) приказывает брокеру купить или продать по рыночной цене, как только акция перешагнет ценовой ориентир, называемый стоп-ценой. Стоп-ордера обычно используются для ограничения убытков или защиты нереализованной прибыли.

## 2) Брокерские конторы. Исполнители сделок

Некоторые брокеры, которых называют брокерами с полным обслуживанием (full-service broker), предоставляют, кроме простого исполнения клиентского приказа, весь спектр услуг, включая анализ рынка, консультации по выбору инвестиционной стратегии и оптимизации структуры клиентского портфеля. Дисконтные брокеры (discount broker) осуществляют сделки для клиентов, но перечень дополнительно предоставляемых ими услуг весьма ограничен. Однако их комиссионное вознаграждение намного ниже, чем у брокеров с полным обслуживанием. Опытным инвесторам, совершающим частые операции с крупными объемами, имеет смысл воспользоваться услугами "брокеров со значительным дисконтом" (deep discount broker), ставка комиссий которых еще ниже.

Самый дешевый способ осуществления операций с ценными бумагами - открыть счет у онлайн-брокера. Хотя услуга, предоставляемая вам, не будет носить персонализированный характер, многие Интернет-брокеры предлагают огромный объем информационных ресурсов, чтобы помочь своим клиентам принять взвешенное и обдуманное инвестиционное решение.

Нижеприведенная таблица позволяет сравнить средний уровень комиссионных у различных брокеров при покупке, например, 500 акций по цене \$40.00.

Тип брокера	Средний уровень комиссии
Брокер с полным обслуживанием	\$385
Дисконтный брокер	\$109 - \$144
Онлайн-брокер	\$19.95

## 3) Фондовая биржа

Оперативная информация - самый необходимый элемент в торговле ценными бумагами. Ее можно черпать из финансовой периодики, а с появлением Интернета индивидуальные инвесторы получили возможность следить за постоянно обновляемой информацией, доступ к которой раньше имели только профессионалы.

Доступ к информации внес кардинальные изменения в способы инвестирования. Имея некоторые навыки, вы можете проследить финансовую историю компании, воспользоваться профессиональным программным обеспечением для инвесторов, в реальном времени получать котировки. Доступ в Интернет позволяет вам в любой момент посмотреть на состояние вашего инвестиционного портфеля, увидеть влияние на него совершенной сделки, проанализировать правильность своих действий.

### Временные границы исполнения ордера

Когда вы передаете брокеру стоп-ордер или лимит-ордер, он просит уточнения, является лишь ваш приказ Good' til Canceled, GTC, т.е. действительным до поступления уведомления об отмене, или day order, т.е. действительным в течение дня. В первом случае приказ остается в силе до тех пор, пока он не исполнен, или пока от клиента не пришло уведомление об его отмене. Во втором случае приказ в случае его неисполнения к концу торгового дня, автоматически аннулируется.

Инвестиции на фондовом рынке рассматриваются как возможность быстрого обогащения. По последним исследованиям почти 79 миллионов американцев являются держателями акций. Кроме индивидуальных инвесторов на рынке активно действуют институциональные инвесторы - организации, размещающие в ценные бумаги собственные средства или средства, доверенные им в управление (инвестиционные компании, взаимные и пенсионные фонды, страховые компании, банки).

Многие институциональные инвесторы в целях ускорения процесса трейдинга при покупках или продажах больших объемов ценных бумаг используют специальные компьютерные программы. Иногда они срабатывают автоматически, когда цена перешагивает заранее определенный рубеж. Такие автоматические срабатывания могут привести к резким изменениям цены и сильно отразиться на динамике рынка. Частично фондовый кризис 1987г. объясняется именно автоматическим срабатыванием торговых систем. Поэтому на многих биржах введена система "circuit breakers" - система автоматических выключателей, позволяющая приостановить торги, когда фондовый индекс изменяется в ту или другую сторону на величину, превышающую установленный лимит.

## Оформление акционерных сертификатов

У индивидуального инвестора при покупке акций существует три способа закрепить свое владение ими:

- Компания-эмитент может выслать акционерные сертификаты по почте, и после получения они могут храниться либо дома, либо в специальном сейфе в банке.
- Оригиналы акционерных сертификатов могут быть оставлены на хранение в брокерской компании, через которую были куплены акции.
- Брокерская компания может хранить акции под "уличной регистрацией" (in "street name").

В большинстве случаев индивидуальные инвесторы предпочитают, чтобы их акции хранились у брокера под уличной регистрацией. В этом случае брокерская компания следит за сменой собственника акций в электронном виде, являясь при этом по акционерным сертификатам не фактическим, а номинальным собственником.

#### **Преимущества "уличной регистрации":**

- Акции в любой момент могут быть проданы, причем нет необходимости высылать их по почте лицу, выразившему желание осуществить их продажу.
- Право собственности на акции может быть доказано официальным подтверждением со стороны брокерской конторы. Эти подтверждения высылаются владельцам акций ежемесячно. Их копии обычно хранятся в специальном банковском сейфе.
- В случае сплита по акциям их владельцу не нужно проходить процедуру возврата старых сертификатов и выписки новых.
- Документы, которые компании адресуют своим акционерам, например, бюллетени для заочного голосования, годовые отчеты и т.п. пересылаются им брокерской компанией.
- Многие акционеры имеют обыкновение терять свои акционерные сертификаты. Этого никогда не случится, если сертификаты хранятся в электронном виде у брокерской компании.

#### **Неудобства "уличной регистрации":**

- Владелец акций не может напрямую продать их иному лицу без обращения к брокерской компании с просьбой выписать акционерный сертификат.
- Так как люди иногда меняют не только место жительства, но и род занятий, они могут забыть об открытом брокерском счете, после чего он становится неактивным. Потребуется некоторое время, чтобы восстановить свои права по истечении нескольких лет бездействия.
- Владелец акций должен доверять своей брокерской компании и быть уверенным, что она не исказит состояние дел и не внесет некорректные изменения в электронные записи. Вот почему очень важно и самостоятельно вести правильную отчетность и хранить копии присылаемых документов в надежном месте.

Таким образом, для большинства владельцев акций их хранение под уличной регистрацией у брокера является самым надежным и простым способом поддержания своего клиентского счета.

При открытии счета вы должны принять решение в отношении порядка хранения ценных бумаг на счете и использования доходов после закрытия позиций. Инструкция "transfer and ship" ("перевод и доставка") означает, что ценные бумаги будут регистрироваться на ваше имя и доставляться вам по почте. Инструкция "transfer and hold" ("перевод и хранение") означает, что ценные бумаги будут зарегистрированы на ваше имя и останутся на хранении в брокерской компании. Условие "register in street name" ("уличная регистрация") означает, что ценные бумаги регистрируются на имя брокера/дилера и держатся у него на хранении в электронном виде. Кроме того, инвестор может сделать выбор в отношении порядка использования поступлений от закрытия позиции: средства могут быть высланы чеком, или остаться на счете в качестве кредитового сальдо. Во втором случае они помещаются в фонды денежного рынка.

Если вы как клиент хотите, чтобы иное лицо, не поименованное в вашем счете, имело право на осуществление через него торговых операций, вы должны представить письменное разрешение. Существует три вида разрешений:

**Ограниченное разрешение** (Limited authorization) предоставляет право на использование счета только для инициализации сделок; лицо с ограниченными полномочиями не может снимать со счета ни денежные средства, ни ценные бумаги.

**Полное разрешение** (Full authorization) означает, что уполномоченное лицо может не только инициировать сделки, но и снимать со счета денежные средства и ценные бумаги.

**Дискреционное разрешение** (Discretionary authorization) используется при открытии дискреционного счета совместно с брокером/дилером. По условиям дискреционного счета вы предоставляете своему брокеру/дилеру право действовать по своему усмотрению при осуществлении операций по счету без предварительной консультации с вами.

Инвестор может сохранять анонимность на своем счете и идентифицироваться исключительно по номеру. Это возможно только в случае, если брокерская компания является членом НИФБ. Однако инвестор должен подписать заявление с указанием своего полного имени, подтверждением своей личности и права собственности на данный счет.



Если вы не можете спокойно наблюдать за резкими колебаниями котировок и не менее резкими изменениями стоимости вашего портфеля, вам следует остановиться на акциях компаний-гигантов, уже проверенных временем, чья динамика характеризуется меньшей нестабильностью. Если же вы нацелены на максимальную доходность ваших вложений и готовы взять на себя повышенный риск, объектом вашего внимания должны стать акции малых компаний с большим потенциалом роста.

## Риски, связанные с инвестициями в акции

Кроме внутреннего риска, присущего данной конкретной акции, существуют и множество внешних рисков, распространяющихся на весь рынок акций.

Под *экономическим риском* понимается опасность замедления темпов экономического роста, которое может привести к снижению стоимости вложений в акции из-за ухудшения финансовых результатов деятельности компаний-эмитентов.

*Процентный риск* связан с изменением процентных ставок. Их повышение негативно отражается на динамике рынка акций по нескольким причинам. Во-первых, удорожание кредитных ресурсов ограничивает для компаний возможность дальнейшего роста и увеличения прибыли. Во-вторых, рост процентных ставок делает более выгодными вложения в другие инвестиционные инструменты, например, облигации, что вызывает переток инвестиционных ресурсов с рынка акций.

*Рыночный риск*. Как всякий рынок фондовый рынок подчиняется законам цикличного развития - фаза роста сменяется фазой спада, за которой вновь следует оживление и рост. Поэтому нужно быть готовым к значительным колебаниям на рынке. Однако, как показывает практика, в долгосрочном периоде стоимость вашего портфеля будет увеличиваться.

*Риск, связанный с деятельностью компании-эмитента*. Стабильность прибыли компании определяется множеством факторов, среди которых компетентность управляющих, наличие конкурентных преимуществ высокого порядка (например, использование в процессе производства передовых технологий), сильные позиции на рынке, обширная клиентская база и т.д. Взвешенный анализ компании-эмитента является важнейшим моментом при принятии решения о покупке ее акций.

*Финансовый риск* связан с финансовым состоянием компании-эмитента. Оценка его уровня производится на основе анализа финансовой отчетности, и в частности, состояния существующей задолженности: как изменилось долговое бремя компании за прошедший год, каковы источники заимствованных ресурсов и как компания намерена их возвращать.

Наконец, можно отметить *информационный риск*, связанный с обнародованием нелицеприятной информации о компании, что может вызвать резкое падение котировок. США имеют самое развитое законодательство о ценных бумагах и самые жесткие требования к эмитентам в отношении отчетности и полного раскрытия информации перед держателями их акций. Главной целью государственного регулирования в этой области является поддержание доверия инвесторов, ведь рынок ценных бумаг - рынок доверия, где добросовестность и честность эмитентов и посредников считаются высшими ценностями.

## Поиск андеррайтера

Первая эмиссия акций компании, которые будут предложены широкому кругу инвесторов, получила название **первичного публичного размещения (Initial Public Offering, IPO)**. Компания, которая решает стать публичной, должна начинать действовать как акционерное общество открытого типа по крайней мере за два года до фактического осуществления IPO, что прежде всего подразумевает ведение на постоянной основе финансовой отчетности и разработку бизнес-плана.

Первым шагом на пути осуществления IPO обычно является поиск компанией-эмитентом инвестиционного банка, который будет исполнять роль консультанта и дистрибьютора - **андеррайтера (Underwriter)**. Однако компания, намеревающаяся осуществить привлечение капитала через выпуск акций, совсем необязательно должна прибегать к услугам инвестиционного банка, и нигде в законодательстве это обязательство не закреплено. Существует возможность осуществить размещение акций напрямую инвесторам, без посредничества андеррайтера (**Direct Public Offering**).

В большинстве случаев компания-эмитент все-таки решает воспользоваться посредничеством инвестиционного банка, и существует несколько вопросов, которые стороны должны обговорить и согласовать: сумма привлекаемых средств, тип ценных бумаг, которые будут эмитированы, их цена и особые характеристики, размер и порядок оплаты услуг андеррайтера. Если по этим основным вопросам удалось достигнуть договоренности, инвестиционный банк соглашается принять на себя функции посредника между компанией и внешними инвесторами.

С андеррайтером могут быть заключены два вида соглашений: (1) **твердое обязательство (Firm Commitment)** и (2) **приложение максимальных усилий (Best Efforts agreement)**. Твердое обязательство предполагает, что инвестиционный банк соглашается на покупку у компании всего нового выпуска ее акций и на дальнейшее их размещение среди инвесторов. Подписывая такой договор, андеррайтер гарантирует выплату эмитенту определенной суммы и несет весь риск, сопряженный с размещением выпуска. Если инвестиционному банку не удастся перепродать купленные у компании-эмитента бумаги, его обязательство заплатить компании оговоренную сумму остается в силе. С подписанием второго типа договора андеррайтер соглашается сделать все возможное для продажи новых акций инвесторам, но при этом не гарантирует получение эмитентом всей ожидаемой от размещения выпуска суммы.

Когда компания осуществляет публичное предложение своих ценных бумаг, она обязана следовать положениям Закона о ценных бумагах 1933г. (Закона о полном раскрытии информации, Full Disclosure Act). Инвестиционному банку - андеррайтеру необходимо представить в КЦББ регистрационную заявку (registration statement, S-1). В этом официальном документе должна быть отражена информация о деятельности компании-эмитента, биографические сведения о высших должностных лицах и директорах компании, количество акций, находящихся во владении у инсайдеров, полная финансовая отчетность, включая уровень существующей задолженности, указание целей, на которые предполагается использовать привлеченные ресурсы, судебные процедуры, в которых участвует компания (тяжбы, исковые заявления о нарушении антитрастового законодательства или авторского права и т.п.).

## Период ожидания

После представления в КЦББ заявки начинается **период ожидания (Quiet Period or Cooling Off Period)**, когда новый выпуск находится "на регистрации". В это время Комиссия проверяет соответствие представленных компанией сведений положениям Закона о полном раскрытии информации. Если от КЦББ получено одобрение, выпуск может быть предложен широкому кругу инвесторов. Если же Комиссия отклонила заявку, она направляет эмитенту письмо-отказ (Letter of Deficiency), в котором извещает его обо всех неясных моментах и несоответствиях.

В период ожидания регистрации инвестиционный банк пытается разогреть интерес инвесторов к новому выпуску, распространяя предварительный проспект эмиссии (Preliminary Prospectus). Цель данного документа - ознакомить потенциальных инвесторов с компанией-эмитентом. Большая часть сведений, публикуемых в предварительном проспекте, соответствует содержанию регистрационной заявки: описание компании и предлагаемых ею ценных бумаг, финансовая отчетность за последние пять лет, органы, регулирующие ее деятельность, целевой рынок и сравнительная характеристика конкурентов, структура управления компании, предполагаемые направления использования привлеченных средств. Цена предложения, по которым новые бумаги будут продаваться инвесторам, и дата получения одобрения КЦББ не отражаются в предварительном проспекте, так как они не известны в период ожидания регистрации. Обычно цена предложения определяется в день получения от КЦББ одобрения регистрационной заявки, что позволяет скорректировать ее в соответствии с текущими рыночными условиями.

В период ожидания менеджмент компании не может разглашать информацию о выпуске, выходящую за рамки того объема сведений, который содержится в проспекте эмиссии. Правило 134 Закона 1933г. содержит ограничения в отношении рекламы нового выпуска и определяет информацию, которая может быть сообщена широкому кругу инвесторов в период прохождения выпуском регистрации. Она включает название эмитента, характер ценных бумаг и общий объем выпуска, краткое описание деятельности компании и др.

После изучения предварительного проспекта клиенты инвестиционного банка, заинтересованные в покупке бумаг нового выпуска, передают своему фондовому брокеру (работающему в этом инвестиционном банке) так называемые "**проявления интереса**" (Indication of Interest). Инвестор до официального начала IPO не может отдать брокеру приказ на покупку. Единственно, что он может сделать - подтвердить свой интерес. Чем больше от инвесторов получено "подтверждений интереса", тем выше потенциальный успех выпуска, и тем легче инвестиционному банку правильно определить изначальный спрос и оптимальный уровень цены предложения новых ценных бумаг.

Перед получением одобрения КЦББ между инвестиционным банком и компанией-эмитентом должна пройти "**встреча с должным усердием**" (Due Diligence meeting). Стороны должны прояснить все появившиеся на тот момент спорные и неясные моменты и констатировать, что в период ожидания никаких изменений в процедуре выпуска не произошло.

По получении одобрения Комиссии новые ценные бумаги могут быть предложены широкому кругу инвесторов, кроме того, это момент для выпуска окончательного варианта проспекта эмиссии. Он почти

повторяет предварительный проспект, но еще содержит указание на цену предложения и дату получения одобрения КЦББ и отпечатан полностью в черном цвете.

## Факторы риска

Язык проспекта достаточно сложен, так как обычно этот документ составляется профессиональными юристами. Кроме того, его общий тон достаточно негативен, так как компания-эмитент должна предоставить инвесторам полную и правдивую информацию, без прикрас и заманчивых обещаний, чтобы не вводить их в заблуждение. Целый раздел в проспекте - "Факторы риска" - посвящен описанию моментов, могущих нарушить планы компании и отрицательно отразиться на перспективах ее деятельности.

Ниже приводится перечень предостережений, на которые потенциальному инвестору стоит обратить внимание.

**Инвестиционный банк, выбранный в качестве андеррайтера.** Функции посредника при проведении IPO требуют значительного опыта и знаний, поэтому большой плюс, если на титульной странице проспекта указан хорошо известный банк с солидной репутацией, что сразу вселяет доверие.

**Последние результаты деятельности.** Чаще всего здесь приводятся финансовые результаты деятельности за последний квартал.

**"Продающие акционеры".** Обычно считается плохим знаком, если значительную часть выпуска, предлагаемого к размещению, составляют акции "старых" акционеров, которые желают их продать. Это не только означает, что компания не получит денег от продажи данных акций, но и рождает подозрение: почему существующие акционеры, несмотря на объявленные блестящие перспективы компании, стараются избавиться от своих акций. Для инвесторов оказывается предпочтительной ситуация, когда после окончания размещения значительный пакет акций остается в руках у инсайдеров.

**Использование средств.** Следует обратить внимание на то, намерена ли компания использовать значительную часть привлеченных через IPO средств на погашение существующей задолженности или выплату высоких дивидендов "старым" акционерам. Это будет означать, что новые акционеры инвестируют в прошлое компании, а не в ее будущее. Также возникают подозрения, если компания пишет в проспекте, что намерена направить привлеченные финансовые ресурсы на "общекорпоративные цели". Лучше, если есть конкретные идеи по использованию средств - поглощение, проведение рекламной компании, прирост основного капитала, осуществление научно-исследовательских разработок и т.п.

**Снижающиеся доходы.** Если доходы компании на протяжении последних лет постепенно снижались, это нехороший признак. Прибыли компании, которая решает стать публичной, должны расти значительными темпами, даже замедление темпов роста являетсястораживающим знаком. Снижение операционной прибыли означает, что операции компании становятся все менее доходными. Однако, если компания действует в быстроменяющейся и высококонкурентной отрасли, часто существует необходимость пожертвовать прибылью ради, например, увеличения своей рыночной доли.

**Дефицит оборотных средств.** Это происходит, если обязательства компании или ее долги превышают активы, но эта ситуация должна быть объяснена и исправлена по завершении размещения выпуска.

**Другие финансовые трудности.** Об их наличии можно судить после изучения баланса компании и отчета о прибылях и убытках. Должны найти объяснение такие моменты, как более быстрый рост товарно-материальных запасов и кредиторской задолженности по сравнению с динамикой доходов, значительные процентные платежи и непредвиденные расходы.

**Опора на одного крупного клиента или единственного поставщика,** потеря которых может подкосить весь бизнес.

**Конкуренция.** Следует обратить внимание на наличие серьезных конкурентов в той же отрасли, в которой действует компания-эмитент, и на характеристику ее конкурентных преимуществ и рыночной доли.

## Типы соглашений при осуществлении андеррайтинга

Во многих случаях инвестиционный банк-посредник не желает брать на себя все риски, связанные с размещением выпуска. Поэтому он формирует синдикат (**Syndicate**) - группу инвестиционных банков-андеррайтеров, которые имеют значительную клиентскую базу и будут принимать участие в продаже новых ценных бумаг. Обычно синдикат возглавляет менеджер синдиката (**Syndicate Manager**) или ведущий андеррайтер (**Underrating Manager**), который подписывает с компанией-эмитентом письмо о намерениях, закрепляющее характер их отношений. Однако этот документ не является для сторон

связывающим. Как только КЦББ одобряет выпуск, составляется новый договор, который уже является обязательным для сторон, подписавших письмо о намерениях.

При осуществлении андеррайтинга подписываются три основных договора:

- 1) **Соглашение между андеррайтерами (Agreement Among Underwriters)**
- 2) **Соглашение об андеррайтинге (Underwriting agreement)**
- 3) **Дилерское соглашение (Dealer Agreement).**

Первое соглашение формализует отношения между андеррайтерами и назначает менеджера синдиката. Именно последний будет определять цену публичного предложения и, в случае необходимости, корректировать ее, выступать стороной в Соглашении об андеррайтинге, определять сам момент осуществления предложения, отвечать на письмо КЦББ с отказом в регистрации, изменять размер продажных комиссий и контролировать рекламную кампанию. Каждый член синдиката берет на себя обязательство купить у эмитента и разместить у инвесторов определенное количество ценных бумаг нового выпуска, которое называется "**долей андеррайтера (Underwriters Allotment)**".

Соглашение об андеррайтинге устанавливает порядок отношений между компанией-эмитентом и синдикатом андеррайтеров. Стороной в данном соглашении выступает ведущий андеррайтер, получивший соответствующие полномочия по Соглашению между андеррайтерами.

И, наконец, Дилерское соглашение или Соглашение о продаже закрепляет согласие дилеров, не являющихся членами синдиката, выкупить определенное количество ценных бумаг у эмитента. Андеррайтеры могут оказаться не в состоянии найти для эмитента необходимое количество покупателей, поэтому они прибегают к услугам дилеров по ценным бумагам на предмет продвижения выпуска. Т.е. дилеры выступают еще одним каналом размещения, но не несут никакого риска. По дилерскому соглашению они могут купить новые ценные бумаги с дисконтом от цены предложения для выполнения в будущем приказа, который может быть получен от их клиентов после начала обращения бумаг на рынке. Однако если размещение осуществляется на принципах "приложения максимальных усилий", синдикат не формируется. Андеррайтеры не берут на себя обязательств по покупке ценных бумаг, а только соглашаются сделать все возможное для продвижения и размещения выпуска. Вместо синдиката андеррайтеры формируют **группу по продаже (Selling Group)**, каждый участник которой делает все возможное для продажи инвесторам своей доли ценных бумаг, полученной по соглашению.

Кроме того, есть еще одна оговорка, называемая "**андеррайтинг по принципу все или ничего (All Or None Underwriting)**". В соответствии с данным условием андеррайтер соглашается приложить все усилия к тому, чтобы полностью продать к определенной дате весь выпуск. Поступления от продажи помещаются на **счет условного депонирования (escrow account)**, и в случае, если не все ценные бумаги проданы к указанной дате, деньги возвращаются покупателям, и выпуск аннулируется.

## Вознаграждение за участие в андеррайтинге

Услуги андеррайтеров и дилеров оплачиваются из поступлений от размещения выпуска. Конечные инвесторы уплачивают за акции цену публичного предложения, указанную в окончательном варианте проспекта. Компания-эмитент получает от андеррайтера сумму поступлений, меньшую на величину, которая называется спред и которая образуется в результате выплаты вознаграждения всем участникам андеррайтинга. Т.е. спред представляет собой разницу между ценой публичного предложения и ценой, которую платят за акции нового выпуска андеррайтеры (вторая цена обычно рассчитывается с дисконтом в 7-8% (**underwriting discount**) от цены предложения). Размер спреда заранее оговаривается между эмитентом и ведущим андеррайтером. Последний получает фиксированную сумму с каждой проданной акции (его вознаграждение называется *manager fee*). Часть спреда идет на компенсацию членам синдиката за понесенные расходы и взятые на себя риски (**underwriting or syndicate allowance**). Часть спреда идет на вознаграждение участникам группы по продаже (**selling concession**).

## Road Show

Примерно за месяц до получения одобрения выпуска компания организует своего рода рекламную кампанию, называемую "Road Show". Данное мероприятие включает ряд встреч в различных городах и является настоящей проверкой для высшего управленческого звена компании на профессионализм и искусство убеждения. На эти встречи приглашаются институциональные инвесторы и состоятельные люди, которые задают представителям компании-эмитента вопросы с целью получить более подробную информацию по сравнению с той, которая содержится в проспекте, оценить перспективы компании и инвестиционные возможности, которые она предоставляет. Кроме того, данные встречи важны и с той точки зрения, что никогда не представляется второго шанса оставить о себе первое хорошее



впечатление. Не нужно рассыпаться в оптимистических прогнозах и уверять инвесторов в блестящих перспективах компании - здесь ценится взвешенный подход и консервативные оценки. Наиболее часто задаваемые вопросы относятся к прошлым результатам деятельности компании (давать прогнозы в отношении прибылей и будущего роста запрещено), ее бизнес-плану, расходам на НИОКР, рыночной доле, динамике активов и конкурентной среде. Только после проведения road show и определения первоначального спроса на бумаги нового выпуска у ведущего андеррайтера появляется возможность объективно обозначить уровень цены предложения. Определение оптимальной цены, по мнению многих, является скорее искусством, нежели наукой, ведь андеррайтеру на основе знаний о предварительном спросе и текущих рыночных условиях нужно найти компромиссное решение для двух сторон с противоположными интересами. Компания-эмитент желает привлечь максимально возможные финансовые ресурсы, а инвесторы хотят купить новые бумаги по минимально возможной цене и в первые же дни увидеть рост их курсовой стоимости.

## Стоимость осуществления IPO

Стоимость осуществления первоначального публичного предложения достаточно велика и включает:

1. адвокатские и бухгалтерские расходы (их бюджет составляет от \$100,000 до \$250,000). Прежде всего, это юридические расходы, связанные с представлением документов в НАСД, а также с регистрацией выпуска в соответствии с законами о ценных бумагах тех штатов (Blue Sky Laws), где компания намеревается осуществлять операции или продавать свои бумаги (данные расходы, в зависимости от количества штатов, в которых будет проводиться регистрация, оцениваются от \$10,000 до \$50,000). Кроме того, КЦББ, НАСД и регулирующим органам соответствующих штатов необходимо заплатить регистрационный сбор (Registration Fee), который исчисляется как процент от совокупной цены публичного предложения. Плюс, в зависимости от юрисдикции, эмитент должен заплатить налоги: трансфертный, на акционерный капитал и др.;
2. типографские и почтовые расходы, которые могут составить от \$50,000 до \$200,000;
3. затраты на налаживание связей с брокерами, дилерами, аналитиками, которые будут следить за судьбой компании (от \$30,000 до \$50,000).

Кроме того, каждый год компании придется нести расходы, связанные с юридическим и аудиторским обслуживанием, составлением различных отчетов, вознаграждением трансфертному агенту, информационным обслуживанием акционеров и прочие затраты, сопряженные с публичным статусом компании.

## Ценовой анализ IPO

Один из основных вопросов при осуществлении IPO - сколько средств может привлечь компания. Эту цифру определяют компания-эмитент, консультанты и андеррайтер. Покрыть за счет публичного размещения все финансовые потребности не представляется возможным. Привлеченных ресурсов должно хватить на претворение в жизнь планов экспансии и завоевания новых рынков или погашение старой задолженности. Из суммы выпуска рассчитывается цена предложения в расчете на одну акцию и само количество акций. Последний параметр выпуска будет определять ликвидность новых акций. Необходимо иметь достаточный объем обращающихся на рынке ценных бумаг, не принадлежащих инсайдерам (Float). Желательно, чтобы первоначальная цена акций не была ниже \$6 (\$5 - минимальная цена, по которой акции могут торговаться, и на них будут распространяться операции с маржей; акции с ценой ниже \$3 считаются "копеечными").

Заключительная часть ценового анализа IPO - сравнение финансового положения и устойчивости компании с ее конкурентами в той же отрасли. Кроме того, изучению подлежат внешние факторы, такие как политика ФРС, уровень доверия инвесторов, наиболее привлекательные для капиталовложений отрасли и т.п.

## Завершение андеррайтинга

Завершение андеррайтинга, проводимого по принципу "твердого обязательства" (Firm Commitment Closing). Завершение в данном случае происходит через 1-2 недели после начала операций по



публичному размещению. В день начала предложения окончательно определяются цена продажи и количество акций в выпуске. До этого момента невозможно определить, какую сумму денег компания в состоянии привлечь. Однако подготовка к завершению размещения начинается еще раньше, чтобы аккумулировать денежные средства и подготовить необходимую документацию. При закрытии предоставляются следующие документы:

- письмо андеррайтера трансфертному агенту со списком акционеров и количеством акций, находящихся у них во владении;
- свидетельства со стороны "продающих акционеров" (selling shareholders);
- заверенные уставные документы компании и документы, подтверждающие устойчивое финансовое положение и репутацию компании и ее дочерних подразделений (good standing);
- письмо компании в адрес трансфертного агента;
- письмо компании, подтверждающее соблюдение всех требований закона при проведении IPO;
- заключение юрисконсульта андеррайтера;
- заключение юрисконсульта компании, адресованное андеррайтеру;
- письмо о законности эмиссии ценных бумаг, составленное компанией в адрес трансфертного агента;
- лист поступлений;
- участники андеррайтинга получают вознаграждение в виде банковских чеков.

*Завершение андеррайтинга, проводимого по принципу "приложения максимальных усилий"* (Best Efforts Closing).

Обычно данным способом осуществляются небольшие предложения, и для них назначается продажный период, который длится от 60 до 120 дней после даты получения одобрения КЦББ. Этот срок закрепляется в проспекте.

К моменту "закрытия" андеррайтер и члены синдиката соберут все денежные средства, которые будут помещены на счет условного депонирования, и по ним будет произведен окончательный расчет. На момент закрытия юрисконсульт компании предоставляет заключительный меморандум, конкретизирующий саму процедуру закрытия. Независимый бухгалтер составляет заключение, что все сделки проведены корректно с финансовой точки зрения.

Документы, которые предоставляются на закрытии в данном случае, соответствуют перечню документов при завершении андеррайтинга на условии твердого обязательства.

Основная разница между двумя типами завершения андеррайтинга заключается в том, что продажная цена при андеррайтинге на условиях "приложения максимальных усилий" определяется заранее, тогда как для андеррайтинга по принципу "твердого обязательства" она фиксируется непосредственно перед началом продажи. Поэтому в первом случае результат может быть предопределен заранее.

Ведущий андеррайтер несет основную ответственность за отсутствие резких скачков в торговле новыми бумагами в первые дни после объявления IPO. Он имеет право осуществлять давление на цену путем покупки новых акций или их короткой продажи. Кроме того, он может налагать на брокеров штрафы с целью предотвратить **flipping (продажу купленных по цене предложения акций в первые же дни торгов по ним на открытом рынке)**. Эта возможность до некоторой степени контролировать динамику цены является причиной того, что инвесторы очень негативно реагируют на быстрое падение цены ниже уровня цены предложения сразу после объявления IPO (**break issue**).

## Определение

Опционы являются производными финансовыми инструментами, потому что в их основе лежат другие инвестиционные активы - акции, государственные облигации, фондовые индексы, фьючерсные контракты, валюты. Два основных вида опционов - опционы "колл" и "пут". Опцион "колл" дает своему владельцу право, не порождая обязательства, купить определенное количество ценных бумаг, лежащих в его основе, по определенной цене и в течение определенного периода времени (чаще всего предметом стандартного контракта является 100 акций). Опцион "пут" дает своему владельцу право, не порождая обязательства, продать 100 лежащих в его основе ценных бумаг по определенной цене в течение определенного периода времени. Ценность опциона сохраняется в течение некоторого срока и постепенно снижается. При правильно угаданном направлении движения рынка сделки с опционами могут принести существенную прибыль.

Четыре основных элемента опциона: базовые (лежащие в основе) ценные бумаги, тип опциона ("колл" или "пут"), цена исполнения (цена страйк) и дата истечения срока опциона.

В зависимости от окончания срока действия опциона различают европейский и американский опцион. Европейский опцион не может быть исполнен до окончания срока своего действия. Американский опцион может быть реализован в любое время в течение срока действия.

Опционная клиринговая корпорация (Options Clearing Corporation, OCC) выступает гарантом по всем сделкам с опционами, заключаемым на бирже, и берет на себя ответственность за исполнение продавцом опционов своих обязательств. К продавцам опционов применяются строгие требования в отношении состояния маржи. Данные маржевые требования функционально напоминают performance bond - гарантию возмещения убытков вследствие неисполнения основной стороной контракта своих обязательств

## Стоимость опциона

Для определения стоимости опциона по отношению к цене лежащих в его основе ценных бумаг используются три термина:

**At-the-money** - текущая рыночная цена базового актива равна цене исполнения опциона.

**In-the-money** - "в деньгах" или "в плюсе" - текущая рыночная цена базового актива превышает цену страйк для опциона "колл" и обратное соотношение для опциона "пут".

**Out-of-the-money** - "вне денег" или "в минусе" - текущая рыночная цена базового актива ниже цены исполнения для опциона "колл" и выше для опциона "пут".

**Цена опциона включает две составляющих:**

**Внутренняя стоимость (intrinsic value)** опциона представляет собой разницу между текущей рыночной ценой базового актива и ценой исполнения опциона. Внутренняя стоимость появляется, когда опцион переходит в состояние "in-the-money" (для оценки премии опционов "вне денег" используется термин "потерянная стоимость").

**Временная стоимость (time value)** опциона - величина, на которую цена опциона превышает его внутреннюю стоимость. Фактически, это стоимостное выражение времени, остающегося до истечения опциона. Временная составляющая снижается с приближением окончания срока действия опциона. Когда опцион переходит в состояние "вне денег", он теряет внутреннюю стоимость, и его цена становится равной временной составляющей.

**Цена опциона (премия) = внутренняя стоимость + временная стоимость.**

**Факторы, определяющие цену опциона (по модели Блэка-Шоулза, Black-Scholes pricing model):**

- Существующее и предполагаемое соотношение между ценой базового актива и ценой исполнения, которое определяет внутреннюю стоимость опциона и его статус ("в деньгах" или "вне денег");
- Время, остающееся до конца срока действия опциона;
- Подверженность базового актива ценовым колебаниям (измеряется с помощью стандартного отклонения колебаний цены в течение дня; чем больше неустойчивость цены лежащих в основе опциона ценных бумаг, тем выше цена опциона).

Кроме того, некоторое влияние оказывают текущий уровень и предполагаемое направление движения процентных ставок и дивиденд, уплачиваемый по акциям в основе опциона. Более высокие дивиденды сокращают цену опциона "колл" и увеличивают цену "пута", так как выплата дивиденда приводит к снижению цены акций на величину дивиденда. Рост процентных ставок приводит к увеличению премии по "коллу" и ее снижению по "путу". Более высокие ставки увеличивают форвардную цену базового актива, которая складывается из его текущей цены плюс процент доходности безрискового инструмента. Форвардной ценой по данной модели является стоимость лежащих в основе опциона ценных бумаг на дату истечения срока опциона.

Одним из основных допущений модели Блэка-Шоулза является предположение о случайном движении цен. Модель основывается на "гипотезе эффективного рынка", в соответствии с которой цены акций полностью отражают знания и ожидания инвесторов, поэтому trending stocks не существуют (акции, движущиеся в одном направлении с основной тенденцией рынка, причем колебания их цен взаимосвязаны). Следовательно, бумаги с большими ценовыми колебаниями на рынке могут соседствовать с бумагами, показывающими высокую степень устойчивости.

## Покупка опциона

Покупатель уплачивает за опцион премию, которая значительно ниже цены лежащих в его основе бумаг. Таким образом, покупатель получает возможность выгадать на благоприятном изменении цены акций, покупка которых обошлась бы ему намного дороже. Инвестиционная привлекательность опционов объясняется тем, что стоят они меньше, чем лежащие в их основе активы. Кроме того, для покупателя риск убытков ограничивается премией, уплаченной при приобретении опциона.

Чаще всего покупка опциона осуществляется не с целью его исполнения и приобретения базового актива, а ради его продажи и выигрыша, получаемого в случае роста цены опциона. Покупка опционов "колл" приносит выгоду в условиях растущего рынка, приобретение "пут" - в условиях падающего рынка. Если инвестор принимает решение не продавать опцион, а исполнить его, возможны следующие варианты:

Инвестор покупает 10 опционов "колл" (на 1000 акций X) Текущая цена акции: \$55 Цена страйк: \$60 Премия: \$750	<b>1)</b> Инвестор ждет до даты исполнения и реализует опционы по цене страйк	Если цена акций X выросла до \$65, и опцион исполняется по цене \$60.	\$5,000 (выигрыш в цене покупки) -\$750 (премия) \$4,250 прибыль
		Если цена акций X выросла до \$60 и стала равна цене исполнения	\$0 (выигрыш в цене покупки) -\$750 (премия) \$750 убыток
	<b>2)</b> Исполнение опциона до истечения срока его действия	Если цена акций X выросла до \$62, и опцион досрочно исполняется по цене страйк	\$2,000 (выигрыш в цене покупки) -\$750 (премия) \$1,250 прибыль
		Если цена акций X выросла до \$60?, и опцион досрочно исполняется по цене страйк	\$500 (выигрыш в цене покупки) -\$750 (премия) \$250 убыток
	<b>3)</b> Опцион не востребован	Цена на акции X упала до \$ 45	Убыток равен уплаченной премии в \$750

## Продажа опциона

Предлагая опцион, продавец рассчитывает прежде всего на получение дополнительного дохода в виде премии, уплачиваемой покупателем. Именно размером премии ограничивается максимальный выигрыш продавца. Продажа опционов осуществляется чаще всего через гарантийный счет с покрытием или без него. Покрытие опциона "колл" означает, что продавец депонирует у брокера такое же количество базовых бумаг, которое будет востребовано в случае исполнения опциона. Непокрытый опцион "колл" продается только через гарантийный счет с обеспечением наличными. В данном случае брокер всегда требует, чтобы сумма на счету всегда была достаточной для покупки на рынке бумаг, лежащих в основе опциона, в том количестве, которое будет затребовано в случае исполнения опциона. Убытки продавца непокрытого опциона "колл" теоретически неограничены. Опцион "пут" считается покрытым только в том случае, если он компенсирован по принципу "акция на акцию" длинной позицией другого опциона "пут" с такой же или более высокой ценой страйк.

Продажа опционов приносит наибольший доход, если цена бумаг, лежащих в их основе не изменяется больше, чем на величину премии.

Инвестор владеет 1000 акциями X  Текущая цена акции: \$55	<b>1) Инвестор продает 10 покрытых опционов "колл"</b>  Цена страйк: \$60  Полученная премия: \$750	Если цена акций X выросла до \$57, опцион не востребован	Продавец оставляет себе премию \$750
		Если цена акций X выросла до \$60, продавец покупает 10 опционов "колл" для погашения своего обязательства и предотвращения потери акций	\$750 (полученная премия)  -\$750 (премия, уплаченная за 10 опционов "колл")  0
У инвестора нет в наличии акций X	<b>2) Инвестор продает 10 непокрытых опционов "колл"</b>  Цена страйк: \$60  Полученная премия: \$750	Если цена акций X выросла до \$57, опцион не востребован	Продавец оставляет себе премию \$750
		Если цена акций X выросла до \$65, опцион подлежит исполнению, и продавец в исполнение своих обязательств должен купить 1000 акций X	\$750 (полученная премия)  -\$5,000 (покупка 1000 акций X)  \$4,250 убыток

Покупка опционов осуществляется с целью получить выигрыш на правильно угаданном направлении изменения цены. При покупке опционов "колл" инвестор рассчитывает на то, что активы, лежащие в основе опциона, вырастут в цене, а при покупке опционов "пут" - что цена на базовые активы будет снижаться. В любом случае риск потерь для покупателя опционов ограничивается размером премии, уплачиваемой продавцу.

Продажа опционов отличается тем, что у продавца возникает обязательство исполнить опцион, если покупатель решит воспользоваться своим правом.

Наиболее распространенным видом опционной торговли является продажа покрытых опционов "колл", то есть у продавца есть в наличии ценные бумаги, право на покупку которых по заранее определенной цене он продает.

Самый большой риск в опционной торговле принимает на себя продавец непокрытых (naked) опционов "колл". В случае значительного роста цены базового актива над ценой страйк потери для продавца, обязанного исполнить опцион, могут быть неограничены.

## Практические правила опционной торговли

1. Чем больше разрыв между ценой страйк и текущей ценой базового актива, тем меньше премия, так как вероятность исполнения опциона очень невелика.
2. С приближением даты исполнения опциона "в деньгах" объем торгов по нему увеличивается.
3. Чем больше времени остается до окончания срока действия опциона, тем выше размер премии, так как вероятность того, что цена страйк достигнет уровня рыночных цен на базовый актив, больше.
4. Чем ближе срок окончания действия опциона "вне денег", тем ниже его цена.

## Покупка опциона колл

Опцион колл - контракт, дающий своему владельцу право, не порождая обязательства, купить лежащие в его основе акции по фиксированной цене в течение определенного периода времени. Теоретически потенциальная прибыль в результате покупки колл опциона не ограничена, в то время как риск потерь сводится к уплаченной премии.

Инвестор может купить опцион колл вместо покупки базовых акций, получая, таким образом, возможность приобрести лежащие в основе опциона ценные бумаги по устраивающей его разумной цене, не неся при этом риска ошибиться в рыночном тренде. Обычно покупка опциона колл осуществляется в том случае, если инвестор ожидает в ближайшем будущем притока денежных средств, тогда как в настоящий момент он не располагает достаточными ресурсами. Ожидая, что рынок начнет двигаться вверх, инвестор не желает упустить удачный момент для входа и покупает опцион колл, намереваясь воспользоваться "эффектом рычага" (leverage).

Иногда инвестор при покупке опциона колл руководствуется намерением диверсифицировать свой портфель, состоящий из акций с низкой волатильностью, за счет направления части своих активов на операции с акциями с большей ценовой неустойчивостью. Такой инвестор решается на торговлю более рискованными инструментами, зная, что риск потерь для него ограничивается фиксированной суммой.

Покупка колл опционов может осуществляться и в чисто спекулятивных целях. Инвестор может не иметь средств на покупку 1000 акций XYZ, однако, он может располагать ресурсами, достаточными для покупки 10 ноябрьских опционов колл на акции XYZ с ценой исполнения 95 (November 95 call), премия по которым составляет 3-1/2. Его расходы в этом случае составят \$3,500. Предположим, рыночная цена акций XYZ в момент покупки опциона составляет 95. Если цена акций поднимется до 98, стоимость колл опциона может вырасти до 5-1/2. Тогда инвестор-спекулянт реализует прибыль в \$2,000 (за минусом комиссий), что составляет 57%. Таким образом, он получит значительный доход на небольшую первоначально инвестированную сумму ("эффект рычага").

Покупка опциона колл "вне денег" может принести большую прибыль, хотя эта операция и сопряжена с более высоким риском. Предположим, базовые акции торгуются по цене 36. Инвестор выбирает между покупкой октябрьского опциона колл с ценой страйк 35 и премией 2-3/4 (October 35 call) и октябрьским опционом колл с ценой страйк 40 и премией 1/2 (October 40 call). Чтобы опцион October 40 call перешел в состояние "в деньгах", лежащие в его основе акции должны вырасти за короткое время (в нашем случае - две недели) на, приблизительно, 11,5%. То, что это произойдет, мало вероятно. Если инвестор покупает October 35 call, существует более высокая вероятность, что этот опцион сохранит свою стоимость или даже увеличит ее (при условии роста цены базовых акций), по сравнению с опционом с более низкой премией. Если инвестор не в состоянии купить опцион "в деньгах", ему не следует спекулировать на основе данной опционной стратегии.

Инвестор всегда должен стремиться к ограничению своих потерь, если динамика акций неблагоприятна. Ему не следует сохранять опцион в надежде, что цена базовых акций двинется в нужном направлении. Практика показывает, что в долгосрочном периоде инвестор выиграет, если в настоящий момент согласится понести минимальные потери, а не примет решения об удержании опциона до истечения срока действия.

Если базовая акция вырастает в цене в первые дни после покупки колл опциона, инвестор стоит перед выбором. Он может продать опцион и закрыть позицию. Он может продать опцион, направив часть полученной прибыли на покупку нового опциона с более высокой ценой страйк. Он может создать спред, продав опцион с более высокой ценой страйк против опциона с более низкой ценой исполнения, которым он располагает в настоящий момент. Инвестор может ничего не предпринимать и просто держать опцион.

Закрытие позиции и реализация прибыли является наименее агрессивной стратегией. Однако, если цена базовых акций продолжит свой рост, инвестор упустит дополнительную прибыль. И наоборот, если цена базовых акций упадет, избранная инвестором стратегия себя оправдает.

Ожидание даты истечения опциона несет большой риск. Связано это с тем, что цена базовой акции может упасть к окончанию срока действия опциона. Таким образом, инвестор может обратить потенциальную прибыль в убыток. Нужно постараться избежать этого любой ценой. Хотя подобные ситуации иногда случаются с различными опционными стратегиями.

Две следующие стратегии снижают риск, хотя и позволяют инвестору участвовать в торговле и пытаться заработать дополнительную прибыль. Продажа имеющегося опциона колл и использование части полученной прибыли на приобретение нового опциона с более высокой ценой страйк дает инвестору возможность продолжить свою позицию, затратив или незначительные средства, или вообще не понеся никаких расходов. Он сохранит всю или большую часть своей прибыли. Вторая альтернатива - продажа опциона с более высокой ценой страйк против имеющегося опциона с более низкой ценой исполнения. Инвестор создает бычий спред. Кроме того, он фиксирует определенную величину прибыли или, по крайней мере, минимизирует риск таким образом, чтобы достичь уровня безубыточности (до тех пор, пока стоимость опциона не изменится более чем на 5 пунктов). Инвестор может получить дополнительную прибыль, если цена лежащих в основе опциона акций относительно не изменится до



даты истечения. Данная стратегия является одной из наиболее простых и часто применяемых опционных стратегий.

Как следует поступить инвестору в том случае, если цена базовых акций снижается на несколько пунктов сразу после покупки опциона колл? Возможно создание бычьего спреда. Предположим, инвестор купил ноябрьский опцион колл на акции XYZ с ценой исполнения 100 (XYZ November 100 call), и цена акции упала до 95. Можно посоветовать продать два опциона XYZ November 100 calls и купить опцион XYZ November 95 call. Так инвестор создает бычий спред. Кроме того, он снижает уровень безубыточности и максимальный размер потерь, однако его потенциальная прибыль теперь ограничена. Тем не менее, инвестор следует стратегии бычьего спреда за ту же цену, что была у его первоначальной позиции.

Если инвестор имеет среднесрочный или долгосрочный опцион колл, и цена базовых акций идет вниз, он может создать календарный спред, т.е. продать опцион колл с более коротким сроком действия, имеющий ту же цену страйк. Если инвестор владеет январским или апрельским колл опционом с ценой исполнения 95, он может продать ноябрьский колл опцион с ценой страйк 95. Если цена акции XYZ падает ниже 95, это снижает стоимость апрельского опциона April 95 call. Это еще одна альтернативная стратегия на случай снижения цены базовых акций в период владения опционом колл.

## Покупка опциона пут

Опцион пут - контракт, дающий своему владельцу право, не порождая обязательство, продать лежащие в основе опциона акции по фиксированной цене в течение определенного периода времени. Покупатель опциона пут ожидает снижения цены базовых акций. В отличие от опциона колл, потенциальная прибыль покупателя опциона пут не является неограниченной. Дело в том, что стоимость ценных бумаг, лежащих в основе опциона, никогда не может упасть ниже 0, поэтому максимальная прибыль покупателя пута будет достигнута в том случае, если базовые акции все-таки обесценятся до нуля.

Предположим, что трейдер ожидает падения цены акций XYZ со своего текущего уровня 93. Он может купить опцион November 95 put за 4-1/4. Если цена базовых акций упадет к дате истечения до 88, стоимость опциона поднимется до 7. Выигрыш составит 2-3/4 или 69%. Инвестор также может закрыть позицию, если цена акций в короткий период после покупки пут опциона упадет на 2-3 пункта. Это имеет смысл, потому что сохраняется значительная величина премии в виде времени, остающегося до окончания срока действия опциона (предположим, что 3-4 недели). В этом случае инвестор получит прибыль от падения цены доллар на доллар. Таким образом, он реализует еще больший выигрыш. Если же цена акции XYZ не упадет, а вырастет, максимальная сумма потерь инвестора составит сумму его первоначального вложения в виде уплаченной премии 4-1/4 (плюс комиссионное вознаграждение). Риск заранее известен и определен в момент открытия инвестором опционной позиции.

Другой важный момент, на который следует обратить внимание, то, что инвестор, продающий в короткую акции, обязан выплатить дивиденды. Покупатель опциона пут свободен от этого обязательства.

Многие инвесторы, которые имеют в своем портфеле акции, покупают опционы пут для защиты своего портфеля от падения курсовой стоимости его составляющих. Для диверсифицированного портфеля, в котором значителен вес акций, входящих в индекс S&P 100, возможна покупка опционов OEX puts. Это индексный опцион пут, который частично или полностью будет копировать динамику вашего портфеля.

Покупка пута "вне денег" потенциально более прибыльна, хотя и сопряжена с более высоким риском. Как и в случае с опционом колл, покупатель пута "вне денег" может правильно определить направление движения, но понести потери, если цена базовой акции не упадет достаточно сильно. За некоторым исключением покупка опциона "вне денег" представляется слишком рискованной.

Если покупатель пут опциона получает по нему значительную "бумажную" прибыль, он может поступить несколькими способами, составляющими различные опционные стратегии. Он может продать опцион (закрыть позицию) и реализовать прибыль. Он может ничего не предпринимать и сохранить свою позицию. Он может продать пут опцион, реализовать прибыль и использовать ее часть на покупку другого опциона. Он может удерживать пут опцион и продать пут опцион "вне денег", создавая, таким образом, медвежий спред из путов. И, наконец, он может купить в целях защиты опцион колл.

Например, инвестор с прибылью в 5 пунктов по имеющемуся пут опциону может продать его (закрыть позицию). Он реализует прибыль, однако это лишает его возможности рассчитывать на дополнительный выигрыш от дальнейшего падения цены базовых акций.

Инвестор может ничего не предпринимать и держать опцион до даты истечения, если его позиция показывает прибыль в несколько пунктов. Однако это достаточно рискованная тактика. Тогда как инвестор может рассчитывать на получение дополнительной прибыли от продолжения падения цены базовой акции, он может и упустить значительную часть выигрыша, если цена акции вдруг начнет расти.

Еще одна альтернативная опционная стратегия для инвестора, имеющего значительную "бумажную" прибыль по опциону пут, - продать его и купить новый опцион пут по более низкой цене страйк.

Предположим, инвестор купил XYZ November 95 put с премией 1-1/2, когда цена акции XYZ была 96. Спустя пару недель, когда до окончания срока действия опциона остается месяц, цена акции упала до 91, и стоимость ноябрьского пут опциона с ценой страйк 95 поднялась до 6-1/2. Инвестор может продать этот опцион по более высокой цене и купить November 90 put, который в настоящее время стоит 2-1/2. Инвестор сохраняет 4 пункта прибыли и становится владельцем ноябрьского опциона с ценой исполнения 90. В дальнейшем он может рассчитывать на получение дополнительного дохода от продолжения падения цены акции XYZ.

Инвестор, имеющий по своему опциону пут значительную "бумажную" прибыль, может создать медвежий спред, продав опцион пут с более низкой ценой исполнения. Предположим, инвестор владеет опционом November 95 put, когда цена акции XYZ находится на уровне 90, и продает November 85 put за 2-1/2. Эта операция покроет стоимость его первоначальной сделки (покупки опциона November 95 put), позволит ему извлечь выгоду из дальнейшего падения цены базовой акции, зафиксировать определенный уровень прибыли и ограничить максимальный риск. Если цена базовой акции вырастет выше 95 к окончанию срока действия опциона, оба пута окажутся бесполезными. Однако инвестор ничего не потеряет, потому что средства, полученные от продажи одного опциона, компенсируют сумму, уплаченную за второй опцион. В случае падения цены акции XYZ к окончанию срока действия опциона, стоимость November 95 put поднимется до 10, тогда как November 85 put не будет реализован, в результате чего полученная прибыль составит 10 пунктов (доход в 12-1/2 за минусом оплаченной стоимости November 95 put 2-1/2).

Еще одна стратегия, на которую стоит обратить внимание в случае роста премии по опциону пут и образования значительной нереализованной прибыли - покупка опциона колл. Предположим, что цена XYZ November 95 put увеличилась с 2-1/2 до 6-1/2, тогда как цена базовой акции снизилась с 96 до 91. Инвестор может купить November 90 call за 2-1/2. Совокупные затраты в этом случае составят 5 пунктов. Вне зависимости от того, где будет находиться цена акции XYZ в момент истечения опциона, цена этой сделки будет не менее 5 пунктов. В дальнейшем, если цена акции вырастет выше 95 или опустится ниже 90, цена сделки превысит 5 уплаченных пунктов. Инвестору гарантирована безрисковая позиция. Если же в будущем лежащая в основе опциона акция не стабилизируется на уровне 90, инвестор может получить хорошую прибыль в случае значительного изменения цены базовой акции.

Если же движение акции начинает характеризоваться бычьим трендом, возможно, что самым мудрым решением для инвестора будет продать пут опцион и зафиксировать убыток.

Вторая альтернативная опционная стратегия - продать два XYZ November 95 puts по гипотетической цене 1-1/2 за каждый с одновременной покупкой одного опцион November 100 put по гипотетической цене 3. Чистые затраты инвесторы составляют величину комиссионного вознаграждения. Инвестор превратил свою опционную стратегию в медвежий спред. В случае незначительного снижения цены акции XYZ, инвестор пробьет свой порог безубыточности, повысив эту точку нулевого баланса. Однако его прибыль будет ограничена двумя пунктами.

Трейдер, использующий опционные стратегии, должен быть готов творчески и гибко подходить к построению линии своего поведения и не заикливаться на одной единственной стратегии.

## Длинный стрэддл или стрэнгл

**Стрэддл (straddle)** - опционная стратегия, основанная на одновременной покупке опционов колл и пут с одинаковой ценой страйк, одинаковым сроком истечения и одинаковой базовой акцией. Пример - покупка XYZ November 95 call и одновременная покупка XYZ November 95 put, тогда как цена базовой акции находится на уровне 95.

**Стрэнгл (strangle)** - опционная стратегия, состоящая в покупке опционов колл и пут, которые находятся неглубоко "вне денег", имеют одинаковую дату истечения и одинаковую базовую акцию. Пример - покупка XYZ November 100 call и одновременная покупка XYZ November 90 put, тогда как цена базовой акции находится на уровне 95. Иногда эта стратегия называется "комбинацией" (combination).

Инвестор может использовать эту опционную стратегию, если он ожидает значительного изменения цены нестабильной, однако точно не может предсказать направление этого движения.

Пример стрэддла: инвестор покупает XYZ November 95 call за 3 и XYZ November 95 put за 2-1/2. Максимально возможный размер потерь составляет 5-1/2. Если цена XYZ на дату истечения опциона превышает 100-1/2, инвестор имеет прибыльную позицию, несмотря на то, что опцион пут не реализуется. Если цена XYZ на дату истечения опциона опускается ниже 89-1/2, инвестор имеет прибыльную позицию, несмотря на то, что опцион колл не реализуется. Если цена XYZ на дату истечения опциона составляет ровно 95, инвестор несет максимально возможный убыток. Когда же цена XYZ попадает в интервал между 100-3/8 и 89-5/8 - инвестор реализует частичный убыток. С одной стороны эта двойная опционная сделка приносит прибыль, с другой - убыток. На уровне 100-1/2 и 89-1/2 инвестор имеет нулевой баланс (за вычетом комиссии).

Оптимальные временные границы для использования данной опционной стратегии - 60 и 90 дней. Начнем с предположения, что цена акции будет колебаться вверх-вниз соответственно своей исторической волатильности. Вся позиция должна рассматриваться с точки зрения стоимости опционов. Маловероятно, что инвестор сможет найти опционы колл и пут по разумной цене. Чаще всего один опцион окажется переоцененным, а второй - недооцененным.

Следующий шаг, если цена акция двинется вверх или вниз до следующей цены страйк, достаточно прост. Предположим, открыта длинная позиция по XYZ November 95 straddle, и цена XYZ выросла до 100. Опционы колл могут стоить 7 пунктов, тогда как премия по опционам пут будет составлять 1. Есть два выхода. Первый - ничего не предпринимать, просто позволить стрэддлу истечь. Другая альтернатива более привлекательна. Продать XYZ November 95 put за 1 пункт, а затем купить November 100 put за 3-1/2. Чистые затраты по сделке составят 2-1/2 пункта. Добавив эту цифру к первоначальным затратам в 5-1/2, получаем совокупную стоимость позиции, равную 8 пунктам.

Так как цена исполнения пут опциона на 5 пунктов выше, чем у опциона колл, худший результат, который может сложиться на позиции к дате истечения - 5 пунктов. Если цена акции продолжит рост, премия по опциону колл будет увеличиваться. Максимально возможные потери инвестора в этом случае составят 3 пункта. Таким образом, инвестор снизит степень риска, которому подвергалась первоначальная позиция, не ограничивая потенциал своей прибыли. Итак, если цена акции продолжит свой рост выше уровня 103, позиция станет прибыльной. Если же цена акции начнет быстро падать, позиция станет прибыльной ниже рубежа в 92.

Разница между стрэддлом и стрэнглом - цена исполнения опционов. При стрэнгле цены страйк таковы, что опционы находятся неглубоко "вне денег". Наиболее часто эта стратегия будет использоваться, если акции XYZ будут торговаться, в нашем примере, на уровне 97. Тогда покупаются XYZ November 100 calls и XYZ November 95 puts. Преимущество данной стратегии состоит в том, что потенциальные потери, если цена акции останется на дату истечения опциона на уровне 97, меньше по сравнению со стрэддлом. Недостаток в том, что цена акции должна измениться более значительно, чтобы позиция стала прибыльной. Данная стратегия могла бы быть реализована с опционом колл, имеющим цену страйк 100, и опционом пут с ценой исполнения 90, если цена базовой акции находилась на уровне 95. Однако, несмотря на то, что эта опционная стратегия может казаться дешевле по стоимости по сравнению со стрэддлом, она несет в себе больший риск.

## Продажа покрытого опциона колл

Покрытый опцион колл - опцион на имеющиеся в распоряжении инвестора ценные бумаги. Продавец колл опциона может скептически или нейтрально относиться к возможности благоприятного движения лежащих в основе опциона акций. Конечно, если цена базовых акций вырастет, инвестор не сможет полностью реализовать выгоду от этого подъема, однако он защищен от падения цены акций.

Инвестор может продать опционы колл на имеющиеся у него акции, чтобы увеличить потенциальный доход и снизить ценовую неустойчивость (волатильность) своего портфеля. Владение акциями имеет недостаток, связанный с уязвимостью инвестора перед боковыми трендами и падением цены. Фактически, единственный случай, когда со стороны инвестора продажа покрытого колла может оказаться ошибкой, - значительный рост цены базовых акций. Позиция продавца колла будет более прибыльной по сравнению с другими позициями, если цена базовых акций показывает незначительный рост, остается на том же уровне или снижается. Из-за преимуществ, связанных с продажей колла, многие портфельные менеджеры, институциональные и индивидуальные инвесторы все больше прибегают к данному типу операций.

Чаще всего продавец колла депонирует базовые акции в брокерской фирме. Однако он может депонировать их и в банке. Банк выписывает уведомление о поступлении ценных бумаг на счет временного хранения (escrow receipt) или гарантийное письмо, адресованное брокерской компании, в которой у инвестора открыт опционный счет. Банк взимает за эту операцию вознаграждение, размер которого может оказаться достаточно большим. Возможно депонировать базовые акции в банке, являющемся членом Депозитарной Тростовой Корпорации (Depository Trust Corporation). ДТК гарантирует Опционной Клиринговой Корпорации (Option Clearing Corporation), что обеспечит поставку акций в случае реализации опциона. Обычно за это не взимается никакого сбора. Однако членами ДТК являются только крупнейшие банки, поэтому для большинства индивидуальных инвесторов депонирование базовых акций в брокерской компании является самым простым и дешевым решением.

В качестве примера продажи покрытого колл опциона предположим, что инвестор владеет 100 акциями XYZ, текущая рыночная цена которых составляет 92. Положим, что премия по опциону XYZ November 95 call в настоящее время составляет 2-3/4. Владелец акций может продать один опцион XYZ November 95 call за 2-3/4. Таким образом, он открывает длинную позицию по 100 акциям XYZ по цене 92 и короткую позицию по одному опциону XYZ November 95 call. Короткая позиция продавца колл опциона обеспечена

(покрыта) длинной позицией. Если опцион перейдет в состояние "в деньгах", и держатель опциона решит его реализовать, продавец может исполнить его, предоставив имеющиеся у него в наличии акции.

В случае снижения цены акций XYZ на дату истечения в ноябре ниже 95, опцион истекает нереализованным, и продавец колл опциона получает прибыль в размере \$275.00 полученной премии. Кроме того, он обеспечивает себе защиту от падения цены на  $2\frac{3}{4}$  пункта, т.е. цена акции XYZ может упасть с 92 до  $89\frac{1}{4}$ , прежде чем владелец акций начнет нести потери. Убыток возникает и увеличивается в случае, если цена XYZ падает ниже  $89\frac{1}{4}$ . Ниже этого уровня инвестор несет потери, превышающие доход, приобретенный в результате продажи колл опциона.

**Максимальная прибыль = цена исполнения опциона - цена базовых акций в момент продажи опциона + премия по опциону колл**

**Точка безубыточности = цена базовых акций в момент продажи колл опциона - премия по опциону колл**

Если к дате истечения опциона в ноябре цена акции XYZ поднимется до 95, продавец покрытого колл опциона реализует прибыль от увеличения цены базовых акций и сохранит премию по невостребованному к исполнению опциону. Это случай получения максимальной прибыли.

На дату истечения, если цена акций XYZ поднимется выше 95, опцион колл будет реализован. В этом случае продавец покрытого колл опциона стоит перед выбором. Он может ничего не предпринимать, тогда имеющиеся у него базовые акции будут востребованы по цене исполнения 95. В этом случае инвестор будет иметь доход в размере \$275.00 от продажи колл опциона и 3 пункта прибыли из повышения цены акции XYZ. Однако он потеряет акции. Второй путь, если инвестор не хочет расставаться со своими акциями, - покрыть опцион через операцию обратной покупки акций на открытом рынке. Если инвестор выберет второй путь, он может понести убытки по продаже колл опциона; однако он будет иметь более высокую прибыль в случае роста цены базовых акций.

В зависимости от статуса колл опциона, который инвестор хочет продать, его позиция может быть расценена как агрессивная или консервативная. Продажа колл опциона "вне денег" является агрессивной. Продажа колл опциона "в деньгах" является консервативной позицией.

В качестве примера консервативной продажи покрытого колл опциона предположим, что текущая цена акций XYZ составляет 94. Положим, премия по опциону XYZ November 90 call составляет  $6\frac{1}{4}$ , тогда как цена опциона November 100 call составляет  $1\frac{1}{2}$ . Инвестор решает осуществить продажу ноябрьского колл опциона с ценой исполнения 90 за  $6\frac{1}{4}$ . Опцион November 90 call в деньгах предоставляет  $6\frac{1}{4}$  пункта защиты от падения цены. Поэтому XYZ может упасть в цене с 94 до  $87\frac{3}{4}$ , то есть снизиться на 6,6%, прежде чем у инвестора по данной позиции появятся убытки. Несмотря на то, что ноябрьский колл опцион с ценой исполнения 100 предлагает  $1\frac{1}{2}$  пункта защиты от падения базовой цены, фактически эта защита не является сколь-нибудь значимой в случае такой акции как XYZ. Поэтому цель продажи опционов колл в деньгах - защитить инвестора от падения цены. На любом ценовом уровне выше 90 позиция имеет максимальный потенциальный выигрыш в размере  $2\frac{1}{4}$  пункта или \$225.00. Максимальная потенциальная прибыль по ноябрьскому колл опциону с ценой страйк 100 на любом ценовом уровне выше 100 составляет  $7\frac{1}{2}$  или \$750.00. Таким образом, максимальный потенциальный выигрыш от продажи покрытого колл опциона "вне денег" оказывается выше. Но за этим видом операций стоит другая цель.

Более агрессивной продажей покрытого колл опциона является продажа опциона XYZ November 100 call, когда цена базовой акции находится на уровне 94. Как было сказано выше, инвестор получает защиту от падения цены лишь на  $1\frac{1}{2}$  пункта. Для получения максимально возможной прибыли ему необходимо, чтобы цена акции XYZ выросла. В ценовом интервале между 90 и 100 консервативная продажа покрытого колла будет иметь лучший результат по сравнению с агрессивной продажей покрытого колла. Кроме того, консервативная продажа покрытого колла имеет дополнительные преимущества, связанные с более значительной защитой от падения базовой цены.

При открытии позиции инвестору следует избегать тактики открытия позиций у различных брокерских фирм. В реальности это случается достаточно часто, однако наилучший способ осуществить продажу покрытого опциона - разместить ордер на продажу нетто покрытого опциона (net covered writing order) или условный приказ (contingent order). Суть состоит в следующем. Инвестор может намереваться продать XYZ November 90 call за  $6\frac{1}{4}$ , когда рыночная цена акций XYZ составляет 94. Однако нет никакой гарантии, что инвестор дожидается совпадения этих двух параметров. Обычно, когда брокерская фирма исполняет один из этих ордеров на основе условности, цены находятся на уровне, который определен инвестором, или очень близко к нему. Разница между выставленными ордерами на акции XYZ по цене 94 и опцион November 90 call по цене  $6\frac{1}{4}$  и ордерами на акции XYZ по цене  $94\frac{1}{8}$  и November 90 call по цене  $6\frac{3}{8}$  минимальна.

Остается последний вопрос относительно исполнения ордеров на продажу покрытого колл опциона. Часто цена опциона будет колебаться вокруг некоторого ценового уровня. Не требует обсуждения, что цена должна быть указана на каком-то определенном уровне с добавлением "или лучше". Однако многие брокерские фирмы будут исполнять ордера только по указанной в них цене.



Инвесторы, владеющие значительным количеством каких-либо акций, могут рассматривать возможность продажи покрытых коллов на несколько различных дат, т.е. кратко-, средне- и долгосрочных опционов. Кроме сроков у опционов могут различаться цены страйк и статус ("в деньгах" или "вне денег").

Если цена базовых акций значительно снижается, следующим шагом инвестора должно стать открытие новой позиции. Она связана с обратной покупкой проданного колл опциона и продажей нового колл опциона. Рассмотрим следующий пример. Продажа покрытого колла была осуществлена, когда цена акции XYZ была на уровне 94, и опцион November 90 call был продан за 6-1/4. Месяц спустя цена базовой акции упала до 88, а премия по ноябрьскому колл опциону с ценой исполнения 90 составила 1-1/4. На этом этапе инвестор имел убыток в 6 пунктов по базовым акциям и выигрыш в 5 пунктов по опциону November 90 call. Его общий результат составлял 1 пункт потерь, и у него еще оставалось 1-1/4 пункта защиты от дальнейшего снижения базовой цены.

Возможным шагом для инвестора в данной ситуации является обратная покупка November 90 call за 1-1/4 и продажа январского колла с ценой исполнения 85 за, предположим, 5 пунктов. Тогда инвестор обеспечит себе 3 дополнительных пункта защиты от падения базовой цены наряду с лучшим уровнем безубыточности. Кроме того, если цена акции XYZ стабилизируется на уровне 88, продавец покрытого колла заработает несколько пунктов дополнительной прибыли, которые бы он упустил, если бы не пошел на открытие новой позиции.

При рассмотрении возможности продажи нового опциона с более низкой ценой страйк в данной опционной стратегии, нужно учитывать уровни поддержки и сопротивления. Эти инструменты могут подсказать оптимальный момент для начала и завершения сделки. Иногда закрытие старой позиции и открытие новой по опциону с более низкой ценой страйк может привести к убытку. Однако этот реализованный убыток будет лучшим решением по сравнению с отказом от открытия новой позиции и сохранением изначальной позиции.

Теперь посмотрим, что происходит, если продавец покрытого колла оказывается в ситуации, когда происходит рост цены базовой акции. Продавец колла может закрыть свою позицию и открыть новую позицию по опциону с более высокой ценой исполнения. Если он открывает новую позицию и закрывает первоначальную позицию через обратную покупку колл опциона, продавец увеличивает свою потенциальную прибыль, хотя и снижает уровень защиты от падения базовых акций на величину разницы между двумя ценами страйк.

Обычно инвесторы, работающие с опционами, не советуют расставаться при исполнении опциона с базовыми акциями, служащими покрытием. Комиссионное вознаграждение по сделкам с акциями несколько выше, чем по опционным сделкам. Поэтому продавцу следует следить за динамикой колл опциона, чтобы анализировать временную составляющую его стоимости. Когда опцион находится в равновесии, существует наибольшая вероятность его реализации.

Следует сказать несколько слов о моменте продажи покрытых опционов колл. Целесообразность данной сделки должна быть оценена на фоне общего состояния портфеля инвестора, и она не должна осуществляться в спекулятивных целях. Случается, что трейдер несет потери по сделкам с акциями, получая прибыль по продаже покрытого опциона колл, причем потери по первому виду сделок могут оказаться значительней полученной в результате опционной сделки прибыли. Поэтому при продаже покрытого опциона колл инвестор должен, прежде всего, руководствоваться желанием обеспечить себе защиту от снижения цены базовых акций, которые он хочет сохранить в своем портфеле.

## Владение акциями и покупка пут опциона

Если инвестор имеет в наличии базовые акции и покупает пут опцион, он создает позицию, по которой ограничивает риск падения цены базовых акций на период действия опциона. Это наиболее часто встречаемая опционная стратегия, в которой пут опцион выполняет функции страховки.

Можно привести следующий пример. Предположим, инвестор располагает 100 акциями XYZ, текущая рыночная цена которых составляет 93. Далее положим, что премия по November 90 put составляет 2. До даты истечения в ноябре максимально возможные потери инвестора по акциям XYZ ограничиваются 5 пунктами: на 3 пункта опцион находится вне денег, и 2 пункта уплачены в качестве премии за опцион. Если цена базовых акций растет, инвестор реализует прибыль за минусом 2 пунктов, уплаченных за опцион. В том случае, если на дату истечения опциона цена акции XYZ упадет ниже 90, инвестор может продать базовые акции по цене 90 или ликвидировать пут опцион и реализовать прибыль.

Инвестор, имеющий в наличии акции и покупающий пут опцион на каждые имеющиеся 100 акций, не ставит целью получение прибыли по опциону. Он пытается защитить стоимость своих вложений. Это своего рода страхование против значительного краткосрочного падения цены базовых акций. Инвестор, который открыл позицию по акциям, может купить опцион пут в качестве защитной меры на тот случай, если он сомневается в правильности своего прогноза относительно движения цены базовых акций.



Покупка пут опциона "в деньгах" обеспечивает инвестору максимальную защиту в случае падения цены базовых акций. Покупка пут опциона, находящегося "неглубоко вне денег" обеспечивает меньшую защиту, как показано выше. Покупка пут опциона "глубоко вне денег" является чрезвычайной мерой: она не обеспечивает сильной защиты от небольшого снижения цены акций, но надежна как страховка на случай катастрофического падения цены. Оптимальным вариантом следует считать покупку пут опциона "неглубоко вне денег" как предоставляющим наилучшее соотношение между риском и вознаграждением. Каждый индивидуальный инвестор или портфельный менеджер должен решить, какой пут опцион наилучшим образом соответствует его целям. Нужно определиться в соотношении принимаемого на себя риска и ожидаемого вознаграждения. Это решение аналогично тому, которое принимается при выборе размера франшизы в момент покупки страхового полиса. Чем ниже размер франшизы (чем выше уровень защиты), тем выше стоимость полиса.

## Словарь опционов

**Adjustments - корректировка** - покупка или продажа некоторого числа опционов с определенным коэффициентом "дельта" с целью приведения позиции к "дельта"-нейтральному состоянию.

**Ask - запрашиваемая цена, цена продажи** - цена, по которой трейдер готов продать опционный спрэд или иной финансовый инструмент.

**At-the-money - "при деньгах"** - термин, используемый для описания статуса опциона, цена исполнения которого в точности соответствует цене лежащего в его основе актива.

**Bear Put Debit Spread - медвежий дебетовый пут спрэд** - медвежий опционный спрэд, сочетающий покупку пут опциона "почти в деньгах" и продажу пут опциона "вне денег". Данный спрэд характеризуется ограниченным риском, ограниченной потенциальной прибылью и отсутствием маржевых требований.

**Bell Curve - колоколообразная кривая** - графическая интерпретация распределения случайных результатов.

**Bid - предлагаемая цена, цена покупки** - цена, по которой трейдер готов купить опционный спрэд или иной финансовый инструмент.

**Break-even - уровень безубыточности** - цена базового актива, при которой опционная позиция не является ни прибыльной, ни убыточной ("при своих").

**Brokerage commission - брокерская комиссия** - вознаграждение брокера за совершение сделки.

**Bull Call Debit Spread - бычий дебетовый колл спрэд** - бычий опционный спрэд, сочетающий покупку опциона колл "почти в деньгах" и продажу опциона колл "вне денег". Данный спрэд характеризуется ограниченным риском, ограниченной потенциальной прибылью и отсутствием маржевых требований.

**Butterfly Spread - спрэд "бабочка"** - сложная опционная стратегия, основанная на комбинации бычьего и медвежьего спрэдов. При построении используются четыре опциона ("четыре крыла бабочки") с разными ценами исполнения или разными сроками истечения. Один опцион имеет более высокую цену страйк, второй - более низкую цену страйк по сравнению со средними ценами исполнения двух других опционов.

**Butterfly (long) - длинный спрэд "бабочка"** - нейтральный опционный спрэд, основанный на продаже двух опционов пут/колл "при деньгах" и покупке "крыльев". Все спрэды "бабочка" характеризуются ограниченным риском и ограниченной потенциальной прибылью.

**Butterfly (short) - короткий спрэд "бабочка"** - опционный спрэд, приносящий прибыль в случае стабильного движения базовой цены в том или ином направлении. Позиция основана на покупке двух опционов пут/колл "при деньгах" и продаже "крыльев".

**Buying the Wings - покупка "крыльев"** - покупка опционов с наибольшей и наименьшей ценой исполнения в рамках построения длинного спрэда "бабочка" или "кондор".

**Calendar Skew - календарное отклонение** - ситуация, при которой месяц истечения определенного контракта характеризуется значительно большей (или меньшей) средней ожидаемой волатильностью по сравнению с другими месяцами.

**Calendar Spread - календарный спрэд** - опционная стратегия, основанная на одновременной покупке и продаже опционов одного класса, имеющих разные сроки исполнения. Если цены страйк опционов равны, спрэд называется горизонтальным, если цены исполнения различны, спрэд называется диагональным. Позиция создается для получения прибыли в моменты календарных отклонений.

**Call - опцион колл** - опцион, покупатель которого приобретает право купить определенное количество базового актива по оговоренной цене в течение фиксированного периода времени. Продавец колл опциона предоставляет это право в обмен на полученную при продаже опциона премию.

**Call Backspread - обратный колл спрэд** - бычья опционная позиция, созданная на основе продажи колл опциона "при деньгах" или "в деньгах" и покупки двух колл опционов с более высокой ценой исполнения.

Данная позиция характеризуется неограниченным потенциалом прибыли при росте базовой цены и ограниченным риском потерь в случае падения базовой цены. Позиция имеет значительный коэффициент "vega" и может использоваться в периоды роста волатильности.

**Call Ratio Spread - пропорциональный колл спрэд** - скорее бычий опционный спрэд, основанный на покупке колл опциона "почти в деньгах" и продаже двух или более колл опционов "вне денег". Данная позиция, созданная с кредитовым сальдо, имеет значительный диапазон прибыльности, но размер возможной прибыли ограничен, тогда как потенциальные потери нет.

**Condor (long) - длинный спрэд "кондор"** - нейтральный опционный спрэд, созданный на основе продажи двух опционов пут/колл "почти в деньгах", имеющих различные цены исполнения, и покупке "крыльев". Все спрэды "кондор" характеризуются ограниченным риском и ограниченным потенциалом прибыли.

**Condor (short) - короткий спрэд "кондор"** - опционный спрэд, приносящий прибыль в случае значительного движения базовой цены в том или ином направлении. Позиция основана на покупке двух опционов пут/колл "почти в деньгах", имеющих различные цены исполнения, и продаже "крыльев".

**Contract Skew - контрактное отклонение** - ситуация, в которой опционы с одинаковой датой истечения имеют четкое распределение уровней волатильности.

**Contract Skew (positive) - положительное контрактное отклонение**, при котором ожидаемая волатильность обычно увеличивается с каждой более высокой ценой исполнения.

**Contract Skew (negative) - отрицательное контрактное отклонение**, при котором ожидаемая волатильность увеличивается с каждой более низкой ценой исполнения.

**Delta - коэффициент "дельта"** - показатель чувствительности рассчитываемой стоимости опциона к незначительным колебаниям цены базового актива. Часто называется "хеджевым коэффициентом" (**hedge ratio**). Изменяется в интервале от 0 до 1 для опционов колл и в интервале от -1 до 0 для опционов пут. Чем глубже опцион пут "в деньгах", тем ближе его дельта к -1. И наоборот, чем глубже "в деньгах" опцион колл, тем ближе его дельта к 1..

**Delta Neutral - нейтральная дельта** - состояние минимальной ценовой уязвимости, достигаемое покупкой или продажей некоторого количества опционов с определенным коэффициентом "дельта" для приведения позиции к суммарной нулевой дельте.

**Diagonal Spread - диагональный спрэд** - опционная стратегия, разновидность календарного спрэда, основанная на одновременной покупке и продаже одинакового числа опционов одного класса, имеющих различные цены и сроки исполнения. Диагональные спрэды часто применяются в ситуациях, при которых возможно учесть и воспользоваться как ожиданиями в отношении движения цены, так и календарными отклонениями.

**Exercise (an option) - реализовать опцион** - метод закрытия опционной позиции, состоящий в реализации права обладателя опциона купить или продать базовый актив. Покупатель опциона является единственной стороной сделки, могущей реализовать опцион.

**Expiration - истечение срока действия** - дата прекращения торгов по опционным контрактам.

**Expire worthless - истечение без последствий** - ситуация, при которой опцион на дату истечения не имеет стоимости (ни внутренней, ни временной).

**Extrinsic Value - внешняя (временная) стоимость** - величина, на которую премия по опциону превышает его внутреннюю стоимость. Фактически, это стоимостное выражение времени, остающегося до истечения опциона. Временная составляющая снижается с приближением окончания срока действия опциона. Когда опцион переходит в состояние "вне денег", он теряет свою внутреннюю стоимость, и его цена становится равной временной составляющей.

**Fees - сборы** - данный термин часто используется для определения всех затрат, связанных с осуществлением опционных сделок, включая в том числе и брокерскую комиссию.

**Follow-up - последующая стратегия** - изменения, вносимые в первоначальную стратегию с целью улучшения характеристик позиции. Наступательные последующие стратегии предпринимаются, когда первоначальная позиция приносит прибыль. Защитные последующие стратегии используются, когда позиция убыточна.

**Free Trade - свободная сделка** - стратегия, при которой инвестор покупает опцион, а затем ожидает благоприятного изменения базовой цены, чтобы продать опцион "вне денег" (за ту же премию, что была первоначально уплачена за опцион "почти в деньгах") в рамках создания вертикального спрэда. Завершенная свободная сделка имеет ограниченный потенциал прибыли, нулевой риск и нулевые затраты по сделке.

**Futures Contract - фьючерсный контракт** - унифицированный контракт, закрепляющий твердое обязательство купить или продать в будущем стандартное количество некоторого актива по согласованной между сторонами цене.

**Futures Spread - фьючерсный спрэд** - разница между ценами двух фьючерсных контрактов на один и тот же базовый актив. Фьючерсные спрэды создают дополнительный риск для неперiodических календарных спрэдов.

**Gamma - коэффициент "гамма"** - показатель скорости изменения дельты в результате незначительных колебаний цены базовых акций. Гамма принимает максимальное значение, когда цена лежащих в основе опциона акций приближается к цене страйк, и стремится к нулю, своему минимуму, когда цена базовых акций начинает удаляться от цены исполнения опциона в ту или иную сторону. Таким образом, опционы "глубоко в деньгах" или "глубоко вне денег" имеют гамму, близкую к 0. Значительное влияние на гамму оказывает время. В течение последнего месяца срока жизни опциона гамма опционов "при деньгах" почти сходит на нет. Следовательно, риск владения опционов "при деньгах" в последние 30 дней торгов увеличивается экспоненциально. Опционы глубоко "в деньгах" или "вне денег" имеют более стабильную гамму.

**Greeks - "греки"** - коэффициенты, название которым дали буквы греческого алфавита. Являются промежуточными результатами расчетов по модели Блэка-Шоулза и используются для оценки различных рисков опционных сделок.

**Historical volatility - историческая волатильность** - характеристика поведения и амплитуды колебаний рыночной цены в прошлом.

**Implied volatility - ожидаемая волатильность** - прогноз в отношении степени неустойчивости рыночной цены в будущем.

**In-the-money - "в деньгах"** - термин, используемый для описания статуса опциона, премия по которому имеет внутреннюю стоимость, т.е. текущая рыночная цена базового актива превышает цену страйк для опциона "колл" и наоборот для опциона "пут".

**Intrinsic value - "внутренняя стоимость"** - представляет собой разницу между текущей рыночной ценой базового актива и ценой исполнения опциона. Внутренняя стоимость появляется, когда опцион переходит в состояние "в деньгах" (для оценки премии опционов "вне денег" используется термин "потерянная стоимость", *lost value*).

**Leg into a Spread - одна сторона спрэда** - осуществление одной стороны сделки спрэд, а не обеих сторон спрэда одновременно.

**Leverage - "эффект рычага"** - ситуация, при которой относительно небольшое изменение цены может привести к огромным колебаниям в стоимости активов на счете. Возможность получения более высокой прибыли без увеличения капиталовложений.

**Liquidate a position - закрывать позицию** - реализовать прибыль или убыток, не оставляя по позиции никаких обязательств, рисков или возможности получения прибыли.

**Long - длинная позиция** - покупка финансового инструмента.

**Major Event (volatility trend) - значительное событие (тренд волатильности)** - продолжительное увеличение или снижение ожидаемой волатильности, вызванное внешним несезонным фактором.

**Margin - маржа** - в торговле фьючерсами и опционами гарантийный взнос, подтверждающий готовность инвестора противостоять неблагоприятному изменению рыночной цены.

**Margin call - требование о пополнении маржи** - требование внести на счет дополнительные денежные средства для восстановления первоначального уровня маржи или компенсации убытков.

**Market bias - рыночные ожидания** - ожидания инвестора в отношении движения рыночной цены в будущем.

**Offset - совершение оффсетной сделки** - метод закрытия позиции путем обратной покупки или продажи такого же контракта, т.е. путем совершения противоположной сделки. Наиболее частый способ закрытия опционной позиции.

**Open outcry - "открытый выкрик"** - метод биржевого торга, при котором сделки по фьючерсным и опционным контрактам заключаются голосом и жестами в торговом зале биржи.

**Option - опцион** - контракт, дающий своему обладателю право, не порождая обязательства, купить или продать некоторый актив по определенной цене в течение фиксированного периода времени.

**Option Spread - опционный спрэд** - торговая стратегия, состоящая в одновременной покупке/продаже опционов одного класса в целях сокращения расходов по сделке, сокращения риска и увеличения гибкости позиции.

**Out-of-the-money - "вне денег"** - термин, используемый для описания статуса опциона, премия по которому состоит исключительно из внешней (временной) стоимости, т.е. текущая рыночная цена базового актива ниже цены исполнения для опциона "колл" и выше для опциона "пут".

**Premium - премия** - стоимость опциона, уплачиваемая продавцу за право купить или продать базовый актив по определенной цене в течение фиксированного периода времени.

**Put - опцион пут** - контракт, дающий своему обладателю право, не порождая обязательства, продать лежащий в его основе актив по определенной цене в течение фиксированного периода времени в обмен на уплаченную продавцу премию.

**Put Backspread - обратный пут спрэд** - медвежья опционная стратегия, основанная на продаже пут опциона "при деньгах" или "в деньгах" и покупке двух пут опционов с более низкой ценой страйк. Обратный пут спрэд характеризуется неограниченным потенциалом прибыли в случае падения базовой цены и ограниченным риском в случае роста базовой цены. Позиция имеет высокий коэффициент "вега" и может использоваться в случае роста волатильности.

**Put Ratio Spread - пропорциональный пут спрэд** - скорее бычий опционный спрэд, основанный на покупке пут опциона "почти в деньгах" и продаже двух или более пут опционов "вне денег". При создании данной позиции с кредитом она имеет широкий диапазон прибыльности, но размер прибыли ограничен, тогда как потенциальные потери нет.

**Ratio Spreads - пропорциональный спрэд** - опционный спрэд, основанный на покупке опциона "почти в деньгах" и продаже двух или более опционов "вне денег". При создании данной позиции с кредитом она имеет широкий диапазон прибыльности, но размер прибыли ограничен, тогда как потенциальные убытки нет. Пропорциональные спрэды применяются в ситуации, когда возможно сыграть на значительной разнице в ценах исполнения опционов.

**Seasonal Volatility Trend - сезонный тренд волатильности** - характеризующееся цикличностью длительное увеличение или снижение ожидаемой волатильности. Возникновение данного тренда обычно связано с погодными явлениями или сезонными факторами.

**Selling an Option (offset) - продажа опциона как совершение оффсетной сделки** - закрытие длинной позиции путем обратной продажи контракта, аналогичного купленному.

**Selling an Option (outright) - продажа опциона** - предоставление права купить или продать лежащий в основе опциона актив в обмен на уплату премии. Также используется термин "выписывание опциона" (writing an option).

**Selling short - короткая продажа** - продажа инвестором контрактов, которых он не имеет в наличии (занимает у брокера), в надежде на падение рынка и совершение обратной покупки по более низкой цене.

**Serial Option - серийный опцион** - опцион на фьючерсный контракт, для которого не существует соответствующего фьючерсного контракта, истекающего в тот же месяц. Базовым фьючерсным контрактом считается контракт с ближайшим сроком истечения. Например, не существует мартовского фьючерсного контракта на золото, но есть контракт, истекающий в апреле, поэтому мартовский опцион на золото - который является серийным - рассматривается как опцион на апрельские фьючерсные контракты.

**Short - короткая позиция** - продажа финансового инструмента.

**Skew - отклонение** - прогноз в отношении динамики волатильности базового актива. Отклонением можно считать разницу в ожидаемой волатильности для опционов с различными ценами исполнения или сроками истечения.

**Spread Order - ордер "спрэд"** - инструкция брокеру одновременно заключить две сделки в рамках опционного спрэда в отличие от приказа выполнить сначала одну сторону спрэда, а потом вторую.

**Straddle (long) - длинный стрэддл** - опционный спрэд, приносящий прибыль в случае устойчивого движения базовой цены в том или ином направлении. Позиция создается на основе покупки опционов пут и колл с одинаковой ценой исполнения. Может использоваться в ситуации роста потенциальной волатильности.

**Strangle (long) - длинный стрэнгл** - опционный спрэд, приносящий прибыль в случае устойчивого движения базовой цены в том или ином направлении. Позиция создается на основе покупки опционов пут и колл "почти в деньгах" с различными ценами исполнения. Может использоваться в ситуации роста потенциальной волатильности.

**Straddle (short) - короткий стрэддл** - нейтральный опционный спрэд, основанный на одновременной продаже опционов пут и колл с одинаковой ценой исполнения. Стрэддл характеризуется ограниченной потенциальной прибылью и неограниченным риском по обоим направлениям.

**Strangle (short) - короткий стрэнгл** - нейтральный опционный спрэд, состоящий в продаже опционов пут и колл с различными ценами исполнения. Стрэнгл приносит максимальную прибыль, если базовая цена на дату истечения находится в интервале между двумя ценами страйк, и характеризуется неограниченным риском по обоим направлениям.

**Strike price - цена страйк**, цена исполнения опциона - определенная цена, по которой будет покупаться или продаваться лежащий в основе опциона актив.

**Theta - коэффициент "тэта"** - измеряет "разрушающее воздействие времени". Время работает против держателя опционов в пользу продавца опционов. При продаже опционов тэта будет принимать положительные значения. При покупке опционов, тэта будет принимать отрицательные значения и отражать ту сумму, на которую будет снижаться цена опциона. Например, theta равная -0.12 означает, что цена опциона будет снижаться на 12 центов в день. Грубый расчет тэты может быть произведен путем деления временной стоимости опциона на число дней до даты истечения. Тэта долгосрочных



опционов близка к 0. Краткосрочные опционы, особенно опционы "при деньгах", имеют максимальные абсолютные значения тэты.

**Time decay - "разрушение временем"** - постепенное уменьшение стоимости опциона (премии) с течением времени.

**Underlying - базовый актив** - актив, лежащий в основе опциона.

**Valuation date - дата оценки** - дата, на которую анализируется состояние позиции с целью определения теоретической прибыли или убытков.

**Variant - разновидность** - стратегия, производная от типичной опционной стратегии, имеющая те же характеристики потенциальной прибыли и убытков, что и первоначальная стратегия, но созданная с помощью иных финансовых инструментов.

**Vega - коэффициент "вега"** - измеряет чувствительность рассчитываемой цены опциона к незначительным изменениям в степени ценовой неустойчивости (волатильности). Величина премии по опциону и волатильность базовых акций изменяются в одном направлении. Вега принимает максимальное значение для опционов "при деньгах" (у которых цена страйк совпадает с текущей ценой базовых акций) и стремится к 0 для опционов "глубоко в деньгах" или "глубоко вне денег".

**Vertical Spread - вертикальный спрэд** - опционная стратегия, основанная на одновременной покупке и продаже одинакового числа опционов одного класса с разными ценами и одинаковой датой исполнения в расчете на получение прибыли на разнице в премиях. К вертикальным спрэдам относятся бычий дебетовый колл спрэд, медвежий дебетовый пут спрэд и их разновидности.

**Volatility - волатильность**, степень неустойчивости цены - показатель скорости и амплитуды изменения рыночной цены.

**Writing an Option - выписать опцион** - то же, что и продажа опциона.

## Определение

Облигации по сути являются долговыми обязательствами, которые подтверждают возникновение отношений займа между эмитентом облигаций и инвестором. Последний в течение срока обращения облигации имеет право на регулярное получение от эмитента в качестве вознаграждения за предоставленные займы средства фиксированного процента от номинальной стоимости облигации (купонного дохода), а по наступлении установленного срока погашения - на возврат основной суммы долга. Номинальная стоимость, купонная ставка, срок обращения и возможность досрочного отзыва фиксируются на лицевой стороне облигации. Эмитентом облигаций могут выступать правительство, государственные агентства и организации, местные органы власти, корпорации.

Покупка облигаций является оптимальным выбором для инвестора, основная цель которого - стабильный текущий доход и высокая надежность вложений (облигации относятся к финансовым инструментам с фиксированным доходом). Так, консервативные инвесторы покупают облигации с намерением получать постоянный доход вплоть до даты погашения и затем вернуть основную сумму займа. Однако они не застрахованы от инфляционного риска и обесценения фиксированной суммы процентного дохода. Более агрессивные инвесторы используют облигации для осуществления торговых сделок, преследуя цель получить максимально возможный доход через продажу облигаций по цене, превышающей цену их покупки. Ценность облигации, выпущенной тогда, когда уровень рыночных ставок был высок, увеличивается в период снижения процентных ставок, так как растет число инвесторов, желающих приобрести финансовый инструмент, доходность которого выше текущей ставки. Поэтому в такой ситуации продажа облигации по повышенной цене (с премией) принесет ее держателю большую прибыль, чем если бы он решил дожидаться срока ее погашения. Верно и обратное: если рыночные ставки повышаются, продажа облигаций по сниженной цене (с дисконтом) будет означать для их держателя потери.

## Рейтинг эмитента

Кредитное качество (надежность) облигаций определяется способностью заемщика своевременно выполнять свои обязательства по выплате процентов в период срока обращения облигаций и возврату основной суммы займа по наступлении даты погашения (maturity date). Оценка качественного уровня облигаций осуществляется специальными рейтинговыми агентствами, среди которых наибольшую



известность получили **Standard & Poor's** и **Moody's Investors Service Inc.** Для определения рейтинга эмитента они проводят соответствующие исследования, тщательно изучают его финансовое положение и состояние уже существующей задолженности, оценивают уровень будущих доходов, которые пойдут на погашение облигаций, проводят сравнение деятельности эмитента с деятельностью его конкурентов. Главная задача рейтинговых служб - предупредить инвестора о потенциальном риске, с которым связана покупка долговых обязательств того или иного заемщика.

Moody's	Standard & Poor's	Толкование
<b>Aaa</b>	<b>AAA</b>	Высшая степень надежности, минимальный риск. Финансовое положение эмитента стабильно и заслуживает доверия
<b>Aa</b>	<b>AA</b>	Высокая надежность, но степень риска в долгосрочном периоде несколько больше
<b>A</b>	<b>A</b>	Надежность выше среднего, финансовое положение эмитента имеет много сильных сторон, но существует некоторая уязвимость перед изменениями рыночной конъюнктуры
<b>Baa</b>	<b>BBB</b>	Средняя степень надежности, устойчивость эмитента несомненна в настоящий момент, но может стать неочевидной в долгосрочном периоде
<b>Ba</b>	<b>BB</b>	Присутствует элемент спекулятивности, надежность оценивается как умеренная, но не гарантированная
<b>B</b>	<b>B</b>	Эмитент платежеспособен в настоящий момент, но существует риск дефолта в будущем
<b>Сaa</b>	<b>CCC</b>	Низкая надежность, очевидная опасность дефолта
<b>Ca</b>	<b>CC</b>	Высокоспекулятивная характеристика, часто наблюдается просрочка платежей
<b>C</b>	<b>C</b>	Самая низкая надежность, вероятность выполнения эмитентом обязательств по платежам незначительна, хотя в настоящий момент выплаты могут происходить
<b>-</b>	<b>D</b>	Дефолт

Бумаги инвестиционного качества начинаются с рейтинга **Baa/BBB** и выше, бумаги с рейтингом **Сaa/ССС** и ниже считаются "мусорными".

Оценка надежности осуществляется для муниципальных облигаций, всех видов корпоративных и международных облигаций. Государственным обязательствам США рейтинг не присваивается, так как подразумевается, что правительство обладает налоговыми полномочиями и всегда может изыскать возможность расплатиться с долгом.

Присвоенный рейтинг имеет значение не только для потенциального инвестора, но и для эмитента, поскольку определяет ставку, по которой он будет выплачивать вознаграждение за заимствованные ресурсы. Если рассматривать облигации с одним и тем же сроком погашения, можно заметить, что по обязательствам с более высоким рейтингом выплачиваются более низкие проценты, и их держатель получает более низкую доходность. Соответственно, эмитент, облигациям которого присвоен низкий рейтинг, для привлечения инвесторов должен предложить им более высокий процент доходности в качестве компенсации за принимаемый на себя повышенный риск. Вот почему "мусорные" или "бросовые" облигации называют также высокодоходными (high-yield bonds).

Присвоенный рейтинг не есть неизменная данность, и одна из опасностей, с которой могут столкнуться держатели облигаций - снижение рейтинговой компанией оценки надежности долговых обязательств. Так появляются "падшие ангелы" ("fallen angel") - высокодоходные облигации, потерявшие уровень рейтинга, приемлемый для инвесторов. Снижение рейтинга происходит обычно по причине ухудшения финансового состояния эмитента или принятия им решения, которое рейтинговые агентства посчитали ошибочным. Понижение оценки надежности сразу же побуждает инвестора просить большую доходность за имеющиеся у него облигации. Цены на них на вторичном рынке падают, приводя их доходность в соответствие с существующими на данный момент рыночными ставками. Это также означает, что в случае, если инвестор решит осуществить новый выпуск долговых обязательств, ему для привлечения инвесторов придется предлагать их по более высокой ставке процента.

Временной фактор также играет роль при определении купонной ставки облигаций. Так, если облигации имеют одинаковый рейтинг, но разные сроки погашения, больший процент уплачивается по облигациям с более продолжительным "сроком жизни" в качестве компенсации за более высокий инфляционный риск.

## Корпоративные облигации

Надежность корпоративных облигаций несколько ниже, чем у государственных или муниципальных долговых обязательств. Она может варьироваться от оценки "investment grade bonds" (надежные бумаги инвестиционного уровня) до "junk bonds" ("мусорные облигации", эмитент которых сулит значительную доходность, но не может в качестве гарантии представить даже свою историю или репутацию, поэтому риск потери, принимаемый на себя инвестором в этом случае, очень велик). В то же время доходность по корпоративным облигациям превышает доходность по государственным или муниципальным обязательствам.

Номинал корпоративных облигаций составляет чаще всего 1000 долларов, а процентные платежи осуществляются раз в полгода. Определяющим обстоятельством при оценке надежности корпоративных облигаций является их обеспеченность активами компании-эмитента.

**Collateral trust bonds** - обязательства, обеспеченные финансовыми активами компании.

**Convertible bonds** - конвертируемые облигации, которые дают своему держателю право обменять их на другие бумаги (чаще всего обыкновенные акции) того же эмитента.

**Debentures** - "дебентуры" - долговые обязательства, обеспеченные честным словом и добрым именем заемщика.

**Equipment trust certificates** - долговые обязательства, эмитентами которых выступают транспортные компании, а обеспечением служат транспортные средства (самолеты, железнодорожные вагоны и т.п.).

**Guaranteed bonds** - гарантированные облигации, поручителем по которым выступает не эмитент, а третье лицо.

**Income bonds** - доходные облигации, процент по которым выплачивается лишь при условии, что компания-эмитент имеет достаточную прибыль.

**Junk (high-yield bonds)** - "мусорные" облигации сочетают обещание высокой доходности с высоким риском неплатежа со стороны заемщика.

**Mortgage bonds** - облигации, обеспеченные ипотекой на земельные участки или здания.

**Subordinated debentures** - субординированные облигации - долговые обязательства с более низким статусом по сравнению с другими бумагами заемщика и в случае банкротства оплачиваются эмитентом во вторую очередь.

Предложение корпоративных облигаций чаще всего осуществляется по схеме первичного публичного размещения (initial public offering, IPO) через посредничество группы андеррайтеров, которые подписываются на весь выпуск и размещают его среди широкого круга инвесторов. Затем облигации свободно обращаются на вторичном рынке.

Следует различать номинальную стоимость облигации, или основную сумму долга, которая будет выплачена заемщиком при наступлении даты погашения, и рыночную цену облигации, которая меняется каждый день в зависимости от движения процентных ставок на рынке, а также от конкретного для каждой бумаги соотношения "риск/доходность" (risk/reward ratio).

## Расчет доходности

**Текущая доходность** (current yield) облигации рассчитывается делением годового купона (фиксированного процентного платежа) на текущую рыночную цену облигации. Когда облигация покупается по своей номинальной стоимости, ее доходность совпадает с купонной ставкой. Доходность и цена всегда движутся в противоположных направлениях. Цена - главный корректирующий инструмент, приводящий доходность облигации в соответствие с общим уровнем процентных ставок на рынке.

Вот, например, как меняется текущая доходность облигации номиналом в 1000 долларов с купонной ставкой 8%:

1. В случае покупки по номинальной цене, текущая доходность составляет  $\$80$  (годовой процент) /  $\$1000$  (цена покупки)  $\times 100\% = 8\%$ ;
2. В случае покупки облигации с дисконтом по цене  $\$800$ , текущая доходность составляет  $\$80 / \$800 \times 100\% = 10\%$ ;
3. В случае покупки облигации с премией по цене  $\$1200$ , текущая доходность составляет  $\$80 / \$1200 \times 100\% = 6\ 2/3\%$ .

Но наиболее точным показателем дохода, который получит держатель облигации, является доходность к погашению (yield to maturity), которая учитывает как процентные платежи (оставшиеся до срока погашения), так и уровень уплаченной за облигацию на вторичном рынке цены (была ли она куплена с премией, т.е. выше номинальной стоимости, или с дисконтом, соответственно, ниже номинала). Формула

расчета доходности к погашению использует сложный годовой процент, поэтому самостоятельная калькуляция вручную достаточно трудоемка. Брокеры пользуются специальными компьютерными программами или облигационными таблицами.

## Муниципальные облигации

**Munis** выпускаются штатами и местными органами власти. Одно из их основных отличительных преимуществ - налоговые льготы: процентные выплаты по муниципальным облигациям не облагаются федеральным подоходным налогом. Кроме того, если держатель облигаций является резидентом того же штата, где зарегистрирован эмитент облигаций, его процентный доход освобождается также от местных налогов. Обычно к покупке муниципальных облигаций с целью минимизации налогов прибегают инвесторы, которые платят подоходный налог по самой высокой ставке. Для других инвесторов муниципальные облигации с их невысокой доходностью не имеют особых преимуществ в качестве объекта вложения. Номинал муниципальных облигаций обычно составляет 5000 долларов, и обращаются они исключительно на внебиржевом рынке. Существует два основных типа муниципальных облигаций:

**Облигации с общей гарантией (general obligation bonds)**, которые обеспечены репутацией заемщика и его налоговыми полномочиями (т.е. гарантированным источником доходов).

**Облигации под доход (revenue bonds)**, которые эмитируются для финансирования определенных проектов и обеспечены потенциальной способностью этих проектов приносить доход в будущем.

Так как процентные доходы по муниципальным облигациям освобождены от налогов, их купонные ставки на несколько пунктов ниже ставок сопоставимых по надежности корпоративных облигаций.

Каждую неделю The Wall Street Journal публикует Индекс муниципальных облигаций (Municipal Bond Index), который отражает среднюю купонную ставку по долгосрочным муниципальным облигациям инвестиционного уровня.

## Государственные обязательства

**Государственные (федеральные) ценные бумаги** являются прямыми обязательствами правительства США и предоставляют инвестору максимальную сохранность вложенного капитала и высокую ликвидность (широко развит вторичный рынок государственных бумаг, биржевой и внебиржевой). Доходы по федеральным облигациям освобождены от местных налогов и налогов штатов. Так как государственные бумаги считаются самыми надежными финансовыми инструментами, доходность по ним самая низкая в сравнении с другими долговыми обязательствами. Правительство эмитирует следующие обязательства (с 1986 г. они существуют только в электронном виде:

**Казначейские векселя** (Treasury bills, T-bills) - краткосрочные дисконтные бумаги, продаваемые на конкурсной основе (для 3-х и 6-ти месячных векселей аукционы проводятся каждую неделю, для векселей со сроком погашения через 1 год - раз в месяц.) Минимальный номинал - 1000 долларов.

**Казначейские билеты** (Treasury notes)- среднесрочные обязательства со сроками погашения от 1 до 10 лет. Минимальный номинал - 1000 долларов. Процентные платежи осуществляются раз в полгода.

**Правительственные облигации** (Treasury bonds) - долгосрочные бумаги со сроками погашения от 10 до 30 лет. Тридцатилетние облигации являются одним из важнейших ориентиров фондового рынка (**benchmark or bellwether bonds**) и выпускаются трижды в год, в феврале, августе и ноябре.

Инвесторы, которые не желают тратить на комиссионные брокерам или иным посредникам, могут купить государственные обязательства напрямую у Казначейства через систему **Treasury Direct**. Для этого необходимо заполнить заявку на открытие персонального счета в Казначействе, которую можно получить в региональном резервном банке. Казначейство регистрирует все сделки по счету и зачисляет на него проценты и основную сумму займа по наступлении даты погашения. Осуществление транзакций возможно по телефону или по почте.

Цены на государственные ценные бумаги указываются как **bid** и **asked**. Номинал в 1000 долларов принимается за 100 пунктов, минимальное изменение цены составляет 1/32 пункта или 31.25 центов. Например, если облигация номиналом 1000 долларов продается по 100:02 (или 100+2/32), цена продажи

составляет 1,000.62 долларов. В таблицах о результатов торгов по казначейским векселям цены спроса и предложения указываются в виде ставок дисконта.

Некоторыми отличиями от вышеперечисленных прямых правительственных обязательств обладают **сберегательные облигации (savings bonds)** - облигации на предъявителя, которые не обращаются на рынке и реализуются Казначейством напрямую инвесторам. Держатели сберегательных облигаций могут сохранять их до конца срока обращения или воспользоваться правом досрочного погашения, продажа сберегательных облигаций другим инвесторам невозможна. Сберегательные облигации серии EE продаются Казначейством с 50%-ным дисконтом, и по ним выплачивается процент, который получается инвестором в момент погашения вместе с номиналом. Данные облигации покупаются обычно семьями с детьми дошкольного возраста с целью приобретения различных налоговых льгот (в виде отложенных налоговых платежей). Серия HH пользуется меньшей известностью и популярностью. Облигации данной серии продаются по номиналу и предлагают полугодовые процентные выплаты. Единственный способ их приобретения - обмен на сберегательные облигации серии EE. Данная операция позволяет инвесторам отложить свою налоговую ответственность на еще более поздний срок. Сберегательные облигации освобождены от всех местных налогов.

Эмитентом облигаций могут выступать также правительственные агентства и государственные организации. Среди самых известных долговых обязательств федеральных агентств (**agency bonds**) - **облигации, обеспеченные залогом (mortgage-backed bonds)**, которые представляют собой участие в ипотечном пуле. Прибыль по залоговым, служащим обеспечением выпуска, используется для осуществления выплат инвесторам процентов и основной суммы займа

**Ginnie Maes (GNMAs)** - облигации, эмитентом которых выступает Правительственная национальная ипотечная ассоциация (Government National Mortgage Association).

**Freddie Macs (FHLMCs)** - облигации, эмитированные Федеральной корпорацией жилищного ипотечного кредитования (Federal Home Loan Mortgage Corporation).

**Fannie Maes (FNMAAs)** - долговые обязательства Федеральной национальной ипотечной ассоциации (Federal National Mortgage Association). По облигациям правительственных агентств выплачивается более высокий процент по сравнению с прямыми обязательствами правительства (Treasuries), хотя их надежность почти ни в чем не уступает последним.

## Кривая доходности

Итак, облигации с различными сроками погашения имеют разные доходности. Инвесторы используют графическую интерпретацию зависимости уровня процентных ставок от фактора времени для прогнозирования экономической конъюнктуры и будущего поведения фондового рынка. Так называемая **кривая доходности (yield curve)** строится в системе координат, где по оси абсцисс откладываются различные сроки погашения, от 3 месяцев до 30 лет, а по оси ординат - процентные ставки.

Обычно по краткосрочным обязательствам предлагаются более низкие ставки доходности, так как инвестор несет меньший риск. Чем дольше период времени, на который отдаются займы средства, тем выше должно быть вознаграждение инвестора. Нормальная кривая доходности плавно идет вверх слева направо, отражая постепенный рост доходности в зависимости от срока погашения. Однако иногда кривая меняет свою форму, что означает наступление очередного поворотного пункта в развитии экономики и время для пересмотра представлений инвесторов о темпах экономического роста в будущем.

Самыми показательными являются 4 формы, которые может принимать кривая доходности: нормальная (normal curve), крутая (steep curve), перевернутая (inverted curve), плоская или выпуклая (flat or humped curve).

**Нормальная кривая.** Если инвесторы ожидают, что экономика будет развиваться равномерными темпами без заметных скачков инфляции, кривая доходности плавно поднимается вверх. При отсутствии явных диспропорций в экономике инвесторы, вкладывающие деньги на более длительный период времени, ожидают получить повышенное вознаграждение в виде более высоких процентных ставок. Так, с увеличением срока погашения плавно растет и доходность. Данная кривая - показатель того, что рынок находится в середине стадии роста.

**Крутая кривая.** Обычно доходность по 30-летним правительственным облигациям на три процентных пункта превышает процентную ставку по 3-месячным казначейским векселям. Когда этот разрыв увеличивается, и наклон кривой доходности становится круче, держатели долгосрочных долговых обязательств сигнализируют о том, что они ожидают в будущем значительного улучшения экономической конъюнктуры. Данная форма кривой характерна для начала циклического подъема по прошествии фазы рецессии. Период экономической стагнации приводит к удержанию краткосрочных ставок на низком

уровне, тогда как с ростом экономической активности и оживлением спроса на инвестиционные ресурсы, ставки в долгосрочном периоде начинают расти.

**Перевернутая кривая.** На первый взгляд данная форма кривой кажется парадоксальной: почему долгосрочные инвесторы соглашаются на более низкую доходность по сравнению с краткосрочными инвесторами, которые берут на себя меньший риск? Решение долгосрочных инвесторов объясняется их ожиданием снижения темпов роста экономики. Они уверены в том, что сейчас это их последний шанс получить определенный уровень доходности на ближайшие годы, перед тем как в экономике наступит спад. Данная форма кривой встречается достаточно редко и всегда предвещает сильный спад и долгую депрессию в экономике.

**Плоская или выпуклая кривая.** На временном промежутке, перед тем, как кривая становится перевернутой, она приобретает плоскую или выпуклую форму, т.е. долгосрочные процентные ставки находятся почти на одном уровне с краткосрочными, а среднесрочные ставки иногда принимают более высокие значения. Не всегда плоская или выпуклая кривая преобразуется в полностью перевернутую. С другой стороны, не следует пренебрегать данным этапом в динамике кривой доходности только потому, что она гарантированно не может предсказать скорое наступление экономического спада - высокая вероятность этого сохраняется.

## Определение

В начале 99г. число взаимных фондов превысило 7000, а их активы перевалили за 3 трлн долларов. Чем же объясняется их необыкновенная популярность в последние годы, и почему армия инвесторов взаимных фондов каждый день пополняется новыми рекрутами?

**Взаимный фонд** представляет собой денежный пул, формируемый из средств многочисленных инвесторов, которым вложения во взаимные фонды позволяют воспользоваться преимуществами диверсификации и профессионального управления активами. В большинстве фондов существует определенный размер первоначального взноса - от 500 до 3000 долларов, но после открытия счета дополнительные инвестиции могут осуществляться уже на любые суммы. Основателем взаимного фонда или "семьи" фондов с различными инвестиционными целями и стратегиями могут выступать инвестиционные компании или брокерские дома, причем для удобства инвесторов в рамках такой "семьи" их средства могут свободно переводиться из бумаг одного фонда в бумаги другого, причем часто без взимания какой-либо платы (exchange fee). Американский кодекс внутренних доходов предоставляет взаимным фондам льготный режим налогообложения.

## Классификация взаимных фондов

Различают **фонды открытого** и **закрытого** типа.

**Open-end funds** постоянно открыты для новых инвесторов и нового притока средств - чем больше привлеченных средств - тем больше активы фонда. Размер эмиссии акций фонда не предопределен заранее, как в случае с корпоративными бумагами, и обычной практикой является существование дробных акций, т.е. на сумму взноса возможна покупка нецелого числа акций. Однако иногда открытые фонды вводят ограничения для новых инвесторов, так как выросший размер активов становится препятствием на пути их эффективного управления.

**Closed-end funds** осуществляют привлечение капитала только один раз, число выпускаемых ими акций ограничено, и они торгуются на бирже или внебиржевом рынке как обычные корпоративные акции. Рыночная стоимость бумаг закрытых фондов определяется не только колебаниями цены составляющих портфеля, но и спросом со стороны инвесторов.

Другое подразделение фондов - на **фонды "с нагрузкой" (load funds)** и **"без нагрузки" (no-load funds)**. Первые чаще всего продаются через посредника, которому и выплачивается нагрузка - ни что иное, как комиссионное вознаграждение. **Front-end load** ("покупная комиссия") уплачивается инвестором при покупке акций фонда и иногда при реинвестировании распределенного дохода, **back-end load** ("продажная комиссия") выплачивается, соответственно, при продаже (или погашении) бумаг фонда. Ставки "нагрузки" колеблются от 2 до 8,5%.



Фонды без нагрузки продаются инвестиционной компанией-основателем напрямую инвесторам, но при этом с инвесторов могут взиматься сборы для покрытия операционных расходов и затрат на проведение маркетинговых исследований, которые несет компания.

В своих проспектах, направляемых потенциальным инвесторам, взаимные фонды определяют цели, на достижение которых направлены их стратегии формирования портфеля. Выделяют четыре основные инвестиционные цели:

- **Сохранение капитала и поддержание высокой ликвидности - инвестиции в краткосрочные облигации.**
- **Доход - инвестиции в облигации.**
- **Сбалансированность - доход и рост - инвестиции в акции и облигации.**
- **Рост - инвестиции в акции**

В соответствии с зафиксированными в проспекте целями фонды размещают привлеченные средства в ценные бумаги. Их оптимальность в качестве объекта инвестирования определяется менеджерами фондов, которые проводят для этого обширные исследования, включая детальное изучение отдельных компаний. Если в качестве объекта инвестирования выбираются "акции роста" небольших компаний или развивающиеся рынки, процесс анализа может быть затруднен по причине недостаточного объема доступной информации.

Всегда существует риск, что фонд не сможет достичь поставленной цели. И некоторые группы фондов по определению несут больший риск по сравнению с остальными.

Данная таблица классифицирует фонды по основным инвестиционным целям, а также отражает связь между поставленной целью и степенью принимаемого на себя риска.

#### Фонды дохода (Income Funds).

Вид фонда	Инвестиционная цель	Потенциальный риск	Состав портфеля
Фонды облигаций государственных учреждений (agency bond)	Доход и постоянная прибыль на капитал	Умеренный риск. Стоимость и доход зависят от уровня процентных ставок	Ценные бумаги, выпускаемые государственными учреждениями и правительственными организациями США
Фонды корпоративных облигаций	Стабильный доход	Риск изменения процентных ставок и инфляционный риск	Облигации корпораций с высоким кредитным рейтингом с различными сроками погашения
Фонды высокодоходных облигаций	Высокий текущий доход	Значительный риск дефолта	Корпоративные и муниципальные облигации с низким рейтингом или вообще без рейтинга
Фонды международных облигаций	Высокий доход	Доходность зависит от динамики процентных ставок и колебаний валютных курсов	Покупка облигаций на зарубежных рынках
Фонды муниципальных облигаций	Доход, освобожденный от налогообложения	Риск изменения процентных ставок и инфляционный риск	Муниципальные облигации с различными сроками погашения
Фонды кратко- и среднесрочных долговых обязательств	Доход	Малый риск потерь. Меньшая уязвимость перед колебаниями процентных ставок	Различные облигации со сроками погашения от 1 до 10 лет
Фонды казначейских обязательств	Стабильный доход	Риск изменения процентных ставок и инфляционный риск	Высоконадежные правительственные обязательства

#### Фонды роста (Growth Funds).

Вид	Инвестицио	Потенциальный риск	Состав портфеля
-----	------------	--------------------	-----------------

<b>фонда</b>	<b>нная цель</b>		
<b>Сбалансированные фонды</b>	Доход и рост	Ограниченный риск в отношении основной суммы вложения. Умеренный рост в долгосрочной перспективе	Обычные и привилегированные акции (обычно их доля составляет 60%) и облигации (обычно около 40%)
<b>Доходные фонды обыкновенных акций</b>	Доход и рост	Ограниченный риск в отношении основной суммы вложения. Умеренный рост в долгосрочной перспективе	"Голубые фишки" и бумаги коммунальных предприятий, по которым выплачивается высокий доход
<b>Фонды роста и дохода</b>	Рост плюс невысокие текущие поступления	Ограниченный риск в отношении основной суммы вклада. Умеренный рост в долгосрочной перспективе.	Акции, по которым выплачиваются высокие дивиденды, и которые имеют хорошие перспективы роста
<b>Доходные фонды</b>	Основная цель - получения дохода	Ограниченный риск потерь в отношении суммы вложения, меньший рост при благоприятной динамике рынка	В основном - облигации, а также некоторые акции, по которым выплачиваются дивиденды.

#### Фонды роста и дохода (Growth and Income Funds).

Вид фонда	Инвестиционная цель	Потенциальный риск	Состав портфеля
<b>Фонды агрессивного роста, также называемые фондами приращения капитала</b>	Долгосрочный рост	Отличаются высокой степенью неустойчивости и имеют спекулятивную природу. Риск потерь выше среднего при ожидании высоких прибылей. Небольшие дивиденды или их отсутствие	Акции новых или недооцененных компаний в ожидании роста их стоимости
<b>Фонды развивающихся рынков</b>	Рост	Обычно более неустойчивы по сравнению с другими фондами роста	Акции компаний развивающихся стран
<b>Индексные фонды</b>	Имитация движения фондового рынка	Средние прибыли и потери по рынку, для которого рассчитывается выбранный индекс	Акции компаний, входящие в состав выбранного индекса-ориентира
<b>Глобальные фонды</b>	Рост на мировом рынке	Прибыли и потери определяются движением котировок и валютными колебаниями. Небольшой риск в отношении суммы вложения.	Акции, котируемые на различных рынках
<b>Фонды роста</b>	Рост выше среднего	Могут отличаться неустойчивостью. Некоторый риск потерь в отношении суммы вложения при ожидании более высоких доходов.	Акции средних или крупных компаний, прибыли которых, как ожидается, будут быстро расти
<b>Международные фонды</b>	Рост на зарубежных рынках	Характеризуются потенциальной неустойчивостью, связанной с ценовыми изменениями и валютными колебаниями	Акции неамериканских компаний
<b>Отраслевые фонды (Sector funds)</b>	Рост	Неустойчивость определяется правильностью выбора момента для инвестирования	Акции компаний определенной отрасли, например, энергетики или транспорта

<b>Фонды акций небольших компаний</b>	Долгосрочный рост	Отличаются неустойчивостью и спекулятивной природой. Риск потерь выше среднего при ожидании более высоких доходов	Акции небольших компаний, торгуемые на бирже или внебиржевом рынке
<b>Фонды стоимости (Value funds)</b>	Рост	Часто идут вразрез с основной тенденцией рынка	Недооцененные компании, стоимость бумаг которых считается заниженной

## Dollar Cost Averaging

Некоторые инвесторы прибегают к вложениям во взаимные фонды для более широкой диверсификации своего портфеля за счет включения иностранных рынков. Зарубежное инвестирование может иметь много преимуществ, среди которых - защита от неблагоприятного развития конъюнктуры на внутреннем рынке и возможность "сыграть" на экономическом подъеме в других странах. Однако для индивидуальных неподготовленных инвесторов самостоятельные вложения в иностранные бумаги связаны с определенными сложностями, в числе которых валютные колебания и особенности местного налогообложения, поэтому оптимальным решением здесь является покупка акций международных или глобальных фондов.

При инвестировании во взаимные фонды часто используется план, называемый "dollar cost averaging" - способ наращивания вложений путем инвестирования на регулярной основе фиксированной суммы. В долгосрочном периоде данный метод усреднения цены покупки/продажи может оказаться эффективнее наблюдения за рынком в попытке уловить "пики" и "дно" ценового тренда, однако этот метод совсем не гарантирует инвестора от потери вложенных средств, как и от упущенной выгоды, которую можно было бы реализовать, инвестировав в начале подъема на рынке большую сумму.

## Доходы взаимных фондов

Доходы взаимных фондов формируются из двух источников: 1) дивиденды или процентный доход по составляющим портфеля и 2) продажа активов, цена которых выросла. Доходы фонда за вычетом расходов и издержек распределяются среди инвесторов пропорционально числу купленных ими акций. Таким образом, получаемые инвесторами фонда доходы складываются из **income distributions** - доходов от дивидендов и процентов - и **capital-gain distributions** - доходов от продажи выросших в цене активов. Большинство фондов предлагают своим инвесторам возможность частично или полностью реинвестировать полученные доходы. Многие международные фонды действуют на территориях с льготным налогообложением, свободных от налога на прирост капитала. Поэтому при отсутствии налога на реинвестирование капитала доходность вложений в долгосрочном периоде оказывается выше.

Взаимные фонды могут иметь весьма диверсифицированные портфели вложений. Типичный фонд акций, например, является держателем бумаг более 100 различных компаний-эмитентов. Цель диверсификации - разумное распределение риска и возможность покрывать потери от одних активов доходами по другим. Однако существуют и узко специализированные фонды - фонды драгоценных металлов, отраслевые фонды, фонды высокодоходных облигаций. Опасность инвестирования в них связана с циклическим развитием экономики и особенностями динамики каждого отдельного сектора.

Самыми безопасными считаются акции **фондов денежного рынка (money market funds)**, которые помещают привлеченные средства в краткосрочные облигации и надежные коммерческие бумаги. Цель инвестора, который покупает акции фондов денежного рынка - сохранить свой капитал, который он собирается использовать в ближайшем будущем. Невысокий риск здесь сочетается с низкой доходностью (соответствует проценту по банковскому текущему счету или депозитному сертификату). Большинство фондов данной категории предоставляют своим инвесторам возможность (чаще бесплатную) выписывать чеки в соответствии с балансом их счета.

## Ставки сборов и комиссионных

Деятельность взаимных фондов строго регулируется Комиссией по ценным бумагам и биржам. Одним из требований Комиссии является составление проспекта и предоставление его копии всем потенциальным инвесторам перед покупкой акций фонда или в момент подтверждения первоначального взноса. Проспект содержит информацию об инвестиционных целях, структуре управления, ставках комиссионных, результатах деятельности, а также осуществляемых фондом операций.

Инвесторы, которые фактически являются акционерами фонда, имеют право голоса при обсуждении изменений, предлагаемых фондом в отношении принципов своей финансовой политики и инвестиционной стратегии.

В начале проспекта содержится указание на ставки сборов и комиссионных. Годовые платежи колеблются от 0.2 до 8.5% от стоимости вложений. Самые низкие сборы - у облигационных и индексных фондов, максимальные - у международных фондов и фондов развивающихся рынков. Расходы, которые несут инвесторы взаимного фонда, подразделяются на следующие категории:

- ежегодное **вознаграждение за управление фондом**. Взимается всеми фондами, размер колеблется от доли процента до более чем 2%.
- **комиссионные при покупке или продаже акций фонда ("нагрузка")** - взимаются в процентном выражении от суммы вложения. Наиболее часто встречаются комиссионные, уплачиваемые в момент покупки. Однако существуют и комиссионные, взимаемые при продаже (погашении) акций в течение первых нескольких лет после вхождения в фонд. Третий разряд комиссионных - определенный годовой сбор level load. Обычно, в зависимости от момента уплаты комиссионного вознаграждения, фонды подразделяют свои акции на класс А (со сбором при покупке), класс В (со сбором при продаже) и класс С (с определенным годовым сбором).
- **маркетинговые сборы** (также называемые сборами 12b-1) идут на покрытие маркетинговых и рекламных расходов и иногда на выплату бонусов служащим фонда. Взимаются почти половиной взаимных фондов.
- **продажные сборы (redemption fees)** преследуют цель предотвратить продажу акций фонда в первый же год после их покупки (т.е. служить для инвесторов антистимулом).
- **сборы за перевод** взимаются при перемещении средств из акций одного фонда в бумаги другого в пределах одной "семьи".

## Анализ деятельности взаимных фондов

Среди огромного количества фондов, предлагающих инвесторам самые разнообразные инвестиционные возможности и соотношения доходности и риска, проблема правильного выбора обретает особое значение. Одним из критериев выбора является сравнение эффективности различных фондов. Деятельность фонда можно оценивать по многим параметрам. Например, показателем скорости обновления портфеля фонда и торговой активности менеджеров при его формировании служит portfolio turnover rate. Этот годовой коэффициент может колебаться от нескольких до 100 процентов. Частые изменения в структуре портфеля подразумевают уплату более высоких комиссионных брокерам, а это означает, что доходы фонда должны быть достаточными для покрытия этого вида расходов.

Чаще всего используются следующие показатели:

- **Чистая стоимость активов (NAV - net asset value)** - фактически, цена акции фонда
- **Доходность**
- **Совокупный доход**

На основе данных по этим параметрам можно сравнивать эффективность вложений в различные фонды как между собой, так и с альтернативными инвестициями.

**Чистая стоимость активов (ЧСА)** представляет собой цену одной акции и рассчитывается путем деления стоимости вложений фонда на общее число акций. ЧСА колеблется вместе с ценой бумаг, входящих в состав портфеля.

**ЧСА = Стоимость портфеля / Общее число акций**

По федеральному законодательству США открытые фонды должны производить расчет ЧСА ежедневно (метод marking-to-market), чтобы она всегда отражала изменения в стоимости портфеля фонда. Именно по этой корректируемой в конце каждого дня цене инвесторы покупают и продают акции открытых фондов. Для инвесторов, желающих купить акции фондов "с нагрузкой", цена предложения увеличивается на величину "нагрузки" (комиссионных при покупке).

**Доходность** - доход, предоставляемый фондом, в процентном соотношении с ЧСА.

**Доходность = Доход на одну акцию / ЧСА**

**Совокупный доход** - годовой рост стоимости вложения в фонд плюс реинвестированный доход, полученный инвестором в результате распределения прибыли фонда. Обычно рассчитывается в процентном соотношении путем деления совокупного дохода на сумму первоначального вложения.

Показатели совокупного дохода публикуются для определенных временных интервалов, чаще всего для 4 и 52 недель и для 3, 5 и 10 лет. Чем дольше период, для которого можно проследить результаты деятельности фонда, тем точнее можно сформировать представление о степени устойчивости фонда и профессионализме его менеджеров по управлению портфелем в различных рыночных ситуациях. Таким образом, долгая и успешная история фонда является одним из ключевых факторов, позволяющих принять правильное инвестиционное решение.

**Совокупный доход = (Рост стоимости вложения + реинвестированные доходы инвестора) / стоимость первоначального вложения**

Еще одним важным фактором, на который следует обращать внимание при выборе взаимного фонда - уровень уплачиваемых сборов и комиссионных. Ведь высокие выплаты фонду автоматически снижают сумму средств на счете, которая будет "работать" и генерировать доход.

Оценка рискованности вложений в данный фонд производится с помощью показателей неустойчивости: **коэффициента В ("бета")** и **среднеквадратического отклонения R<sup>2</sup>**.

**Коэффициент "бета"** - показатель колебаний цены акций фонда по отношению к движению всего рынка (или соответствующему базовому фондовому индексу). Рынку (индексу S&P 500) присваивается коэффициент "бета", равный 1.00, таким образом, коэффициент бета, например, 1.20 будет означать, что, когда рыночный индекс изменился на 10%, цена акций фонда выросла или упала на 12%. Консервативные инвесторы предпочитают ценные бумаги с низким бета-коэффициентом.

**R<sup>2</sup>** - среднеквадратическое отклонение - показывает, насколько результаты деятельности фонда связаны с общей ситуацией на рынке (или динамикой соответствующего базового индекса). Коэффициент R<sup>2</sup>, равный 1.00, свидетельствует о том, что стоимость портфеля фонда в точности повторяла изменения, происходившие на рынке. Если же между этими двумя явлениями не существовало никакой корреляции, R<sup>2</sup> будет равняться 0.

Классическим инструментом анализа паевых фондов является **коэффициент Шарпа** (RVAR, reward-to-variability ratio), который представляет собой отношение сверхдоходности фонда (превышение его доходности над доходностью безрисковых инструментов) к оценке риска в виде среднеквадратического отклонения. Чем больше коэффициент Шарпа для фонда, тем эффективней считаются вложения в его бумаги.

Для оценки не совокупного, а индивидуального ("очищенного" от системного или рыночного) риска фонда и искусства его менеджеров в управлении портфелем, используют показатель **"альфа"** - инструмент сравнения доходности портфеля с доходностью рыночных индексов. Чем больше альфа, тем выше профессионализм фонд-менеджеров, если же альфа приобретает отрицательные значения, это свидетельствует о том, что управляющие портфелем не только не в состоянии переиграть рынок, но даже не могут идти с ним в ногу.

## Источники информации о фондах

Одним из требований Комиссии по ценным бумагам и биржам в отношении взаимных фондов является публикация проспекта и двух отчетов (полугодового и годового). Данные источники содержат всю информацию, необходимую для оценки деятельности фонда.

В проспекте содержится таблица с результатами деятельности фонда (доходность на акцию) за последние 10 лет или за период с начала существования фонда (если он функционирует менее 10 лет) на базе финансового, а не календарного года (на последнее нужно обратить внимание при сравнении эффективности вложений в различные фонды).

**Степень устойчивости.** Можно проанализировать динамику чистой стоимости активов и годового совокупного дохода и сделать вывод о колебаниях эффективности вложения в данный фонд на протяжении длительного периода времени.

**Выплачиваемый доход.** Можно оценить колебания суммы годовых доходов, получаемых инвестором в результате распределения прибыли фонда.

**Платежи.** Обратите внимание на то, снижаются ли ставки взимаемых сборов и комиссионных, если активы фонда растут, и появляется возможность воспользоваться экономией на масштабах и распределить издержки на большую клиентскую базу.

**Налоговая эффективность.** Если вы осуществляете инвестирование с использованием налогооблагаемых счетов, обратите внимание на следующее:

- Размер распределенных поступлений от дивидендов, заработанных фондом, и доходов от продажи выросших в цене активов. Налоги, уплачиваемые инвесторами на эти доходы, снижают доходность инвестиций.



- Есть ли нереализованный прирост капитала. Он может быть реализован в будущем, что увеличит причитающиеся с вас налоги.
- Степень обновления портфеля или торговой активности менеджеров фонда. Например, обновление на 50% означает, что в течение года фонд продал и купил ценные бумаги, стоимость которых составляет половину средней чистой стоимости активов фонда. Потенциальное налоговое бремя инвестора находится в прямой зависимости от частоты изменений в портфеле, так как последние приводят к приросту капитала, который для инвесторов, держащих акции на налогооблагаемых счетах, подлежит обложению налогом. Данное положение не распространяется на инвесторов, у которых открыты счета с отложенными налоговыми платежами (например, индивидуальные пенсионные счета или счета по плану 401(к)).

Другой источник информации - таблица платежей, которая отражает текущие расходы фонда и комиссионные, уплачиваемые фонду при покупке или продаже его акций. Данные расходы прямо или косвенно влияют на совокупный доход от инвестиций.

В полугодовых и годовых отчетах проводится сравнение показателей деятельности фонда за 10 лет (или за период с момента возникновения) с динамикой соответствующего базового биржевого индекса или с результатами деятельности аналогичных фондов, имеющих те же инвестиционные цели и стратегии.

Данные показатели имеют решающее значение для оценки эффективности фонда и помогают определить правильность принятого инвестиционного решения. Например, по данным Lipper Analytical Services, стоимость вложений в среднестатистический фонд акций за период с 1969 по 1994 год увеличилась на 1,174%, тогда как индекс S&P 500 вырос на 1,251 %.

Кроме того, в отчетах фонда обсуждаются и комментируются факторы, благоприятные и неблагоприятные, оказавшие влияние на достигнутые результаты.

Один из разделов отчета посвящен описанию структуры портфеля и помогает определить соответствие стратегии фонда в формировании портфеля целям, определенным в проспекте. Из данных о составляющих портфеля можно определить степень его концентрации. Портфель считается концентрированным, если 50% и более его активов размещены в десять первых бумаг (10 top holdings), тогда как более диверсифицированный фонд может ограничить процент активов, инвестированных в первую десятку, не более чем 30%.

Важную роль в функционировании фонда играет **кассовая позиция (cash position)** - доля активов, размещенных в денежные средства или краткосрочные ликвидные инструменты. Для измерения данного параметра используется коэффициент **cash-to-assets** (наличная позиция, превышающая 10%, считается уже значительной). Многие портфельные менеджеры вносят изменения в состояние резервов наличности в зависимости от складывающихся на рынке условий и перспектив для удачного инвестирования. Но здесь решающую роль играет фактор времени. Значительные запасы денежных средств могут снизить потенциальный доход от вложений в ценные бумаги в момент подъема на рынке. В то же время поддержание определенных запасов наличности служит "соломкой", когда на рынке наблюдается сильное падение и ожидается наплыв инвесторов, желающих погасить свои акции.

## Словарь взаимных фондов

**Administrative operational expense** - административные операционные расходы, связанные с поддержанием счета во взаимном фонде.

**ADV form** - форма, предоставляемая в Комиссию по ценным бумагам и биржам, которая содержит важную финансовую информацию о зарегистрированном инвестиционном консультанте.

**Advisor** - 1. Лицо или компания, ответственные за инвестиции во взаимные фонды. 2. Компания, нанимаемая взаимным фондом для профессионального консультирования по вопросам инвестирования и методом управления активами. То же самое, что инвестиционный консультант.

**Aggressive growth funds** - фонды агрессивного роста - взаимные фонды, ставящие своей главной инвестиционной целью достижение максимального роста.

**Annual report** - годовой отчет, отражающий результаты деятельности за год.

**Annual return** - годовой доход - процентное изменение чистой стоимости активов взаимного фонда за год, зависящее от дивидендных выплат, прироста капитала и реинвестирования данных частей распределенного дохода.

**Asset-allocation fund** - фонд распределения активов - сбалансированный взаимный фонд, диверсифицированный портфель которого формируется после детального изучения оптимальности вложений в различные финансовые инструменты.

**Automatic investment plan** - автоматический инвестиционный план - программа, позволяющая ежемесячно автоматически снимать с вашего текущего счета определенную сумму и инвестировать ее во взаимные фонды по вашему выбору.

**Average price per share** - средняя цена за акцию - наиболее популярный метод уплаты налогов при продаже акций взаимного фонда, который предполагает расчет прибыли и убытков через расчет средней цены акции. Вы рассчитываете общую стоимость находящихся у вас во владении акций фонда и делите ее на число этих акций.

**Balanced funds** - сбалансированные фонды - взаимные фонды, портфель которых диверсифицирован за счет вложений в определенных пропорциях в различные финансовые инструменты.

**Bankers Acceptance (BA)** - банковский акцепт - высоколиквидный инструмент денежного рынка, представляющий собой акцептованный банком вексель, выставленный на банк импортером. Часто используется в финансировании внешней торговли.

**Beta value** - коэффициент "бета", характеризующий волатильность фонда. Чем ниже бета, тем меньший риск несут в себе инвестиции во взаимный фонд.

**Blue-chip stocks** - "голубые фишки" - первоклассные акции солидных компаний, по которым периодически выплачиваются дивиденды.

**Bond** - облигация - долговое обязательство, эмитированное на определенных условиях в целях привлечения дополнительных финансовых ресурсов.

**Callable** - досрочно погашаемое долговое обязательство.

**Capital appreciation funds** - фонды приращения капитала - взаимные фонды, ориентированные на максимальный рост. То же, что и фонды агрессивного роста.

**Capital gains** - прирост капитала - прибыль, реализованная при продаже ценных бумаг.

**Certificates of Deposit (CDs)** - депозитные сертификаты - инструмент денежного рынка, представляющий собой обращающуюся ценную бумагу на предъявителя, свидетельствующую о наличии срочного банковского депозита на некоторую сумму. Эмитируются банками.

**Certified Financial Planner (CFP)** - дипломированный специалист по финансовому планированию (бюджетирование, налогообложение, сбережения, страхование).

**Check-a-month plan** - программа, по которой деньги автоматически снимаются с текущего счета и инвестируются во взаимный фонд по вашему выбору.

**Closed-end funds** - закрытые фонды - фонды, бумаги которых торгуются на бирже как обычные акции. Цена акции фонда обычно не равна чистой стоимости активов на акцию.

**Commercial paper** - коммерческая бумага - необеспеченные свободно обращающиеся обязательства, используемые корпорациями и банками для краткосрочных заимствований или инвестиций временно свободных денежных средств.

**Common stock** - обыкновенная акция - ценная бумага, подтверждающая долевое участие своего держателя в капитале акционерной компании и дающая ему право голоса на собрании акционеров и право на получение части дохода в виде дивидендов. В шкале очередности выплат при ликвидации компании обыкновенные акции уступают привилегированным акциям и облигациям.

**Constant dollar investing** - инвестиционная стратегия, предусматривающая сохранение прибыли через периодическую оценку и корректировку портфеля. Вы поддерживаете определенный размер суммы, инвестированной в фонд акций, путем вложения или изымания средств в/из фондов облигаций или фондов денежного рынка.

**Convertible bond funds** - фонды конвертируемых облигаций - взаимные фонды, инвестирующие в облигации, которые могут быть конвертированы в акции того же эмитента.

**Custodian** - финансовый агент-хранитель - банк или иное финансовое учреждение, принимающее на хранение ценные бумаги взаимного фонда.

**Distributions** - распределение дохода (дивидендов и прироста капитала) взаимного фонда между пайщиками.

**Diversification** - диверсификация - инвестирование в различные финансовые инструменты в целях снижения риска.

**Dollar cost averaging** - инвестиционная стратегия, предусматривающая наращивание вложений путем инвестирования на регулярной основе фиксированной суммы. В долгосрочном периоде данный метод усреднения цены покупки/продажи может оказаться эффективным.

**Equity income funds** - фонды дохода по акциям - взаимные фонды, инвестирующие в акции, по которым выплачиваются регулярные и стабильные дивиденды. Данные фонды менее рискованны по сравнению с другими фондами акций.

**Ex-dividend date** - дата "исключая дивиденд" - дата, когда акция взаимного фонда теряет право на получение части дохода в виде дивиденда и доли приращенного капитала. После этой даты новый держатель акции не будет участвовать в распределении дохода.

**First In-First Out (FIFO)** - метод оценки (для целей налогообложения) портфеля ценных бумаг в порядке их поступления, т.е. подразумевается, что купленные раньше бумаги продаются первыми.

**Fixed-income fund** - фонд фиксированного дохода - то же, что и взаимный фонд облигаций.

**Front-end loads** - разовый комиссионный сбор, взимаемый инвестором при покупке акций взаимного фонда.

**General purpose money funds** - общецелевые денежные фонды - взаимные фонды, инвестирующие свои активы в основном в депозитные сертификаты и краткосрочные коммерческие бумаги.

**Global funds - глобальные фонды** - взаимные фонды, инвестирующие как в американские, так и иностранные ценные бумаги. То же, что и мировые фонды.

**Government-only money funds** - правительственные денежные фонды - взаимные фонды, вкладывающие свои активы в казначейские векселя и краткосрочные обязательства правительства США. Несут наименьший риск среди денежных фондов, потому что их вложения обеспечены гарантией правительства.

**Growth funds** - фонды роста - взаимные фонды, инвестирующие в акции перспективных с точки зрения роста и прибыльности компаний.

**Growth and income funds** - фонды роста и дохода - взаимные фонды, ориентирующиеся главным образом на акции первоклассных компаний, которые выплачивают своим акционерам хорошие дивиденды. Портфели данных фондов обычно сбалансированы между потенциалом приращения капитала и потенциалом дивидендного дохода.

**High-quality corporate bond funds** - фонды высококлассных корпоративных облигаций - взаимные фонды, инвестирующие в корпоративные облигации, имеющие рейтинг инвестиционного уровня.

**High-yield bond funds** - фонды высокодоходных облигаций - рискованные взаимные фонды облигаций, инвестирующие в высокодоходные ("мусорные") облигации компаний с низким кредитным рейтингом.

**Income funds** - фонды дохода - взаимные фонды, инвестирующие в акции, дающие постоянный дивидендный доход, и иногда в облигации.

**Inflation hedge** - инфляционный хедж - финансовый инструмент, используемый для защиты от потерь в результате инфляционного обесценения.

**Installment investment strategy** - инвестиционная стратегия, предусматривающая распределение вложений между несколькими взаимными фондами и совершение новых вложений в фонды, показывающие наилучшие результаты.

**Insured municipal bond funds** - фонды гарантированных муниципальных облигаций. Процентный доход освобождается от налогов, а сами облигации застрахованы от дефолта крупнейшими страховыми компаниями, такими как American Municipal Bond Assurance Corp. (AMRAC) и Municipal Bond Insurance Association (MBIA).

**Intermediate-term bond funds** - фонды среднесрочных облигаций - взаимные фонды, инвестирующие в облигации со сроком погашения 5 - 10 лет.

**International funds** - международные фонды - взаимные фонды, инвестирующие в акции и облигации зарубежных компаний.

**Investment company** - инвестиционная компания - компания, которая за вознаграждение инвестирует в ценные бумаги объединенные в пул средства мелких инвесторов в соответствии с заявленной инвестиционной целью.

**Investment objective** - инвестиционная цель - цель, на достижение которой направлена инвестиционная стратегия взаимного фонда.

**Junk bond funds** - то же, что и **high-yield bond funds**.

**Long-term bond funds** - фонды долгосрочных облигаций - взаимные фонды, инвестирующие в облигации со сроком погашения более чем 10 лет.

**Management fee** - комиссия за управление - плата, взимаемая взаимным фондом за управление инвестициями.

**Market timing** - попытка определить оптимальный момент для покупки и продажи финансовых инструментов на основе анализа рыночных условий.

**Maturity date** - дата погашения.

**Money market mutual fund** - фонды денежного рынка - взаимные фонды, инвестирующие главным образом в краткосрочные государственные и корпоративные обязательства и депозитные сертификаты. Данные фонды характеризуются меньшим доходом, но и меньшим риском по сравнению с другими типами взаимных фондов. То же, что и money funds (денежные фонды).

**Municipal bond funds** - взаимные фонды муниципальных облигаций.

**Net asset value** - чистая стоимость активов - стоимость инвестиций фонда в расчете на одну акцию. То же, что и цена акции.

**No-load mutual fund** - взаимный фонд "без нагрузки" - открытый взаимный фонд, продающий свои акции напрямую инвесторам без взимания комиссии.

**Note** - среднесрочная облигация.

**No-transaction fee account** - счет без комиссии - счет, по которому брокерская фирма не взимает с клиента комиссионное вознаграждение при покупке некоторых взаимных фондов или взимает пониженную комиссию.

**Open-end funds** - открытый взаимный фонд - взаимный фонд, который может постоянно выпускать новые акции, продавать их инвесторам по цене чистой стоимости активов и выкупать обратно (погашать).

**Over-the-counter (OTC) market** - внебиржевой рынок - рынок ценных бумаг, не котирующихся на бирже. Сделки заключаются по телефону, компьютерным сетям и телексу.

**Portfolio manager** - портфельный менеджер - лицо, ответственное за инвестиции взаимного фонда.

**Precious metals mutual fund** - фонд драгоценных металлов - взаимные фонды, инвестирующие в драгоценные металлы и бумаги добывающих компаний.

**Preferred stock** - привилегированные акции - акции, которые обладают преимуществом перед обыкновенными акциями при выплате дивидендов и при ликвидации компании.

**Principal** - 1) основная сумма долга; 2) первоначальное вложение.

**Prospectus** - проспект - документ, раскрывающий основную информацию о компании и условия предложения ценных бумаг, который необходимо представить на рассмотрение в Комиссию по ценным бумагам и биржам.

**Rebalancing** - повторная балансировка - инвестиционная стратегия, предусматривающая периодическую перестройку портфеля в целях приведения его составляющих к первоначальной пропорции.

**Regional funds** - региональные фонды - взаимные фонды, специализирующиеся на инвестициях в определенный регион.

**Registered representative** - зарегистрированный представитель - сотрудник брокерской фирмы, имеющий лицензию на операции с ценными бумагами.

**Risk tolerance** - склонность к риску - в материальном выражении сумма, которую вы можете себе позволить безболезненно потерять.

**Salary reduction plan or 401(k) plan** - план сокращения заработной платы - пенсионный план, в рамках которого из заработной платы работника до налогообложения удерживается определенный процент для инвестирования во взаимные фонды. Равнозначно инвестированию с отсрочкой уплаты налогов.

**Secondary market** - вторичный рынок - рынок, на котором обращаются уже эмитированные ценные бумаги.

**Short-term bond funds** - фонды краткосрочных облигаций - взаимные фонды, инвестирующие в облигации со сроком погашения менее 3 года.

**Simplified Employee Pension Plan (SEP)** - упрощенный пенсионный план - пенсионная программа, предусматривающая инвестиции с отложенными налоговыми платежами для самозанятых людей.

**Single-country funds** - страновые фонды - взаимные фонды, специализирующиеся на одной стране.

**Single-state municipal bond funds** - фонды муниципальных облигаций одного штата. Их инвесторы освобождаются от уплаты и федеральных и местных налогов на доход.

**Small company stock funds** - фонд акций компаний с малой капитализацией - взаимные фонды, инвестирующие в акции молодых компаний, которые часто котируются только на внебиржевом рынке.

**Socially responsible funds** - социально ответственные фонды - взаимные фонды, осознающие ответственность перед обществом и не ставящие своей единственной целью достижение прибыли. Такие фонды не инвестируют в бумаги компаний, которые загрязняют окружающую среду или производят оружие, табачные и алкогольные компании.

**Specialty funds** - специализированные фонды - взаимные фонды, специализирующиеся на вложениях в один сектор или отрасль.

**Stockbroker** - фондовый брокер - лицо, имеющее лицензию на операции с ценными бумагами. То же, что и **registered representative**.

**Stock fund builder** - инвестиционная стратегия, предусматривающая инвестирование доходов от взаимных фондов облигаций в фонды акций в целях улучшения благосостояния.

**Swap** - операции по обмену обязательствами или активами для улучшения их структуры по срокам и кредитному качеству, для снижения риска и издержек, получения прибыли.

**Taxable bond funds** - фонды налогооблагаемых облигаций - фонды, инвестирующие в облигации, доход по которым подлежит налогообложению.

**Tax-deferred investment** - инвестиции с отложенными налоговыми платежами - инвестиции, доходы по которым облагаются налогом только после того, как данный финансовый инструмент продан, или средства изъяты из данного финансового учреждения. Примером таких инструментов являются некоторые сберегательные облигации, индивидуальные пенсионные счета, рентные контракты.

**Tax-free bond funds** - фонды облигаций, не подлежащих налогообложению - взаимные фонды, инвестирующие в муниципальные облигации.



**Total return** - суммарный доход на инвестиции, учитывающий реинвестированный распределенный доход.

**Transfer agent** - трансфертный агент - организация, которой поручается ведение реестра акционеров, оформление и переоформление акционерных сертификатов, учет операций с ценными бумагами.

**Treasury bills** - казначейские векселя - краткосрочные обязательства правительства США.

**12b-1 fee** - комиссионные, вычитаемые из доходов по взаимным фондам, которые идут на покрытие маркетинговых и прочих расходов управляющих фонда.

**Uninsured high-quality municipal bond funds** - фонды негарантированных первоклассных муниципальных облигаций - взаимные фонды, инвестирующие в наименее рискованные муниципальные облигации. Они имеют достаточно высокий кредитный рейтинг, но не гарантированы каким-либо образом.

**Uninsured high-yield municipal bond funds** - фонды негарантированных высокодоходных муниципальных облигаций - взаимные фонды, инвестирующие в муниципальные облигации с невысоким кредитным рейтингом, обещающие высокий доход.

**U.S. government agency bonds** - облигации правительственных агентств США - ценные бумаги уполномоченных федеральных агентств США, созданных при участии (спонсорстве) правительства для снижения стоимости заимствования.

**U.S. Treasury bond funds** - фонды правительственных облигаций - взаимные фонды, инвестирующие в долгосрочные и среднесрочные правительственные облигации.

**U.S. Treasury bonds** - долгосрочные правительственные облигации.

**U.S. Treasury-only money funds** - денежные взаимные фонды, инвестирующие исключительно в казначейские векселя. Данные фонды выплачивают наименьший доход, но считаются самыми безопасными среди денежных фондов.

**U.S. Treasury securities** - правительственные обязательства - казначейские векселя, среднесрочные и долгосрочные правительственные облигации.

**Value averaging investing** - инвестиционная стратегия, направленная на постоянное увеличение стоимости фонда на определенную сумму за определенный период времени.

**Variable annuities** - переменный аннуитет (рента) - программа страхования, чаще всего контракт страхования жизни, стоимость которого зависит от колебания стоимости купленных ценных бумаг. Может приносить пожизненный регулярный или фиксированный пенсионный доход. Владелец переменного аннуитета получает возможность отложить налоговые платежи по своим доходам и гарантию выплат по смерти (death benefit guarantee).

**Wash sale** - "отмывочная продажа" - стратегия, предусматривающая обратную покупку ценной бумаги в течение 31 дня после того, как она была продана (с убытком), в целях снижения налогооблагаемой прибыли.

**World funds** - мировые или глобальные фонды - взаимные фонды, инвестирующие как в американские, так и в иностранные ценные бумаги.

**Yankee dollar CDs** - долларовые депозитные сертификаты "янки" - долговые инструменты, эмитируемые крупнейшими иностранными банками на внутреннем рынке США. Часто имеют чуть большую доходность по сравнению с депозитными сертификатами американских банков.

**Yield** - доходность - доход по ценной бумаге, выраженный в процентном отношении к рыночной цене актива.

**Zero coupon Treasury bond funds** - фонды казначейских обязательств с нулевым купоном - взаимные фонды, инвестирующие в обязательства Казначейства США, не приносящие регулярный процентный доход. Облигации с нулевым купоном предлагаются с дисконтом, и возврат основной суммы долга по ним происходит в дату погашения.

## Срочные контракты

Срочным контрактом называется договор на поставку конкретного актива в установленный срок в будущем на заранее согласованных условиях. К срочным контрактам относятся форвардные, фьючерсные и опционные контракты. Базисным активом срочного контракта может быть как физический товар, так и специфический финансовый инструмент, например, фондовый индекс.

К особенностям срочных контрактов можно отнести следующие характеристики:

- момент исполнения сделки отделен от момента ее заключения определенным промежутком времени, зафиксированным в самом контракте;
- предметом контракта, как правило, является стандартное количество актива;



- в момент урегулирования отношений между сторонами не требуется подписания каких-либо дополнительных соглашений, протоколов и т.д.;
- регистрация контрактов на биржах производится в расчетно-клиринговых фирмах (палатах), обладающих системой гарантийных взносов;
- в срочном контракте присутствует условие о возможной смене стороны по договору без предварительного согласия другой стороны, что дает право продавать контракт.

Срочные контракты делятся на товарные и финансовые. К финансовым относятся такие контракты, в основе которых лежит валюта, процентные ставки, ценные бумаги и фондовые индексы. Надо иметь в виду, что есть биржевые и внебиржевые срочные контракты. К внебиржевым относятся форвардные контракты, которые заключаются, как правило, в целях осуществления реальной продажи или покупки какого-либо товара и уже опосредованно - для страхования от возможного неблагоприятного изменения цены. При заключении форвардного контракта покупатель и продавец согласовывают друг с другом приемлемые для них условия конкретной поставки. Форвардные контракты заключают между собой торговые и производственные фирмы. Распространены форвардные контракты на покупку и продажу валюты между банками и их клиентами.

В связи с тем, что форвардный контракт не является стандартным по своему содержанию, для него затруднен выход на вторичный рынок, так как трудно найти третье лицо, интересы которого в точности соответствовали бы условиям данного контракта. Поэтому аннулировать или ликвидировать свою позицию по форвардному контракту одна из сторон может лишь с согласия другой. Одной из особенностей форвардного контракта является, как правило, отсутствие каких-либо обязательных расходов при его заключении. Однако стороны при этом не застрахованы от неисполнения друг другом принятых на себя обязательств. Поэтому, прежде чем заключать сделку, партнерам следует выяснить платежеспособность и добросовестность друг друга.

В отличие от форвардного, фьючерсный контракт является биржевым. Биржа сама разрабатывает его условия, которые являются стандартными для каждого конкретного вида товара. Здесь строго и заранее определены качество, объем контракта, время, место и способ поставки. Единственной переменной является цена. Так как по своим условиям фьючерсные контракты одинаковы для всех, это делает их высоколиквидными, для них существует широкий вторичный рынок. Каждая биржа, торгующая фьючерсными контрактами, имеет соответствующих дилеров, в обязанности которых входит "формирование рынка" (market-making), т.е. покупка и продажа фьючерсов на постоянной основе. Поэтому любой из участников фьючерсной сделки уверен, что всегда сможет купить или продать любое количество фьючерсных контрактов.

## Фьючерсные контракты

Фьючерсным контрактом называется соглашение на осуществление в определенный момент в будущем покупки или продажи стандартного количества некоторого базисного актива по цене, зафиксированной в момент заключения соглашения.

Базисным активом фьючерсного контракта могут служить:

- сельскохозяйственные товары;
- природные ресурсы;
- валюты;
- различные виды облигаций;
- фондовые индексы.

Фьючерсные контракты заключаются на срочных биржах и отличаются от форвардных контрактов большей стандартизацией размеров и сроков, а также способом предоставления гарантий. При заключении фьючерсного контракта и покупатель, и продавец вносят определенный залог, который является гарантией на тот случай, если одна из сторон откажется от выполнения взятых на себя обязательств. В США фьючерсными контрактами торгуют на Чикагской товарной бирже (СМЕ), Чикагской срочной товарной бирже (СВОТ), Нью-йоркской товарной бирже (СОМЕХ) и др.

Участниками фьючерсной торговли являются 1) брокеры, заключающие сделки на бирже как за свой счет, так и за счет клиентов; 2) расчетно-клиринговые фирмы, выступающие посредниками между биржей и фьючерсными торговцами, гарантирующие внесение залоговых средств и исполнение сделок и осуществляющие расчетное обслуживание брокеров и клиентов; 3) клиенты, осуществляющие сделки за свой счет при посредничестве брокера. Операции с фьючерсными контрактами делятся на два вида: спекуляцию и хеджирование. Спекулятивные операции ставят целью получение положительной разницы

между ценой покупки и ценой продажи. Хеджевые операции направлены на ограничение риска неблагоприятного изменения цены при торговле реальными активами (или спот-активами).

Фьючерсный рынок часто называют рынком риска, где риск переходит от осмотрительных к склонным рисковать, и именно хеджеры составляют его основу. Хеджерам, производителям и потребителям, рынок фьючерсов позволяет ограничить ценовой риск при реализации и приобретении товаров; экспортерам и импортерам - риск изменения валютных курсов; владельцам финансовых активов - риск падения курсовой стоимости; заемщикам и кредиторам - риск изменения процентных ставок.

Внешне фьючерсные сделки хеджирования неотличимы от спекулятивной игры. Хеджер, так же как и спекулянт, сначала открывает, а затем закрывает свои позиции, не доводя их, как правило, до поставки. Однако отличие есть, и весьма существенное. Для хеджера фьючерсные сделки подстраховывают производимые им операции на рынке реального товара. Доходы или потери хеджера на рынке реального товара будут компенсироваться противоположными результатами на рынке фьючерсов. Присутствие хеджеров, желающих оградить себя от риска, дает возможность биржевым игрокам-спекулянтам существовать как "классу".

## Спекуляция на фьючерсном рынке

Для спекулянта торговля фьючерсными контрактами имеет значение только в связи с возможностью получить прибыль. Он никогда не покупает и не продает товары, а лишь играет на разнице цен, поэтому доходы или потери на фьючерсном рынке для спекулянта являются конечным результатом его операций. Спекуляция как форма деятельности играет большую положительную роль, способствуя относительной стабильности и ликвидности рынка и сглаживанию ценовых колебаний. Покупками фьючерсных контрактов по низким ценам спекулянты содействуют повышению спроса, что ведет к росту цен. Продажа спекулянтами фьючерсных контрактов по высоким ценам уменьшает спрос и, следовательно, приводит к снижению цен.

На фьючерсных рынках спекулянты представлены двумя основными группами: игроками на понижение и игроками на повышение. Игра на понижение осуществляется продажей фьючерса с целью его последующей покупки по более низкой цене (медведи). Игра на повышение осуществляется покупкой фьючерса с целью его последующей продажи по более высокой цене (быки). Еще спекулянты различаются по методам ведения своих операций, по стратегии и тактике торговли. С этой точки зрения выделяют:

- позиционных спекулянтов (position traders), которые могут быть как профессионалами, так и непрофессионалами. Они обычно держат свою позицию в течение нескольких дней, недель или даже месяцев. Их прогноз больше основывается на долгосрочной динамике цен, нежели на краткосрочных колебаниях;
- однодневных спекулянтов (day traders), которые держат позицию в течение одного торгового дня, ожидая существенного движения цены, и очень редко переносят позицию на следующий день. Многие из них являются членами биржи и осуществляют свои сделки в зале;
- скальперов (scalpers), которые ведут торговлю в зале исключительно в своих интересах, используя минимальные колебания цены. В течение дня они продают и покупают большое число контрактов, а к концу дня их закрывают. При небольшой прибыли по одной позиции скальперы обеспечивают себе необходимый уровень дохода за счет объема операций. Деятельность скальперов особенно способствует ликвидности рынка, так как на них приходится большая часть операций. Подобную тактику также используют профессиональные трейдеры, торгующие за свой счет;
- спредеров (spreaders), которые используют разницу цен на разные, но взаимосвязанные фьючерсные контракты. Прибыль спредера может возникать при использовании определенного соотношения цен на контракты по одному товару с разными сроками, либо по разным товарам с одним сроком.

## Открытие и закрытие позиции

По принятой биржевой терминологии покупка фьючерсного контракта называется "открытием длинной позиции", а продажа - "открытием короткой позиции". Исполнение фьючерсного контракта гарантируется расчетной палатой биржи через механизм взимания залогов с участников торгов под открытые позиции. Величина гарантийного депозита составляет от 2 до 10% от общей стоимости контракта, что предоставляет возможность получения значительной прибыли при небольшом первоначально вложении, которая называется "принципом рычага" (leverage).

После заключения на бирже фьючерсного контракта, он регистрируется, и с этого момента продавец и покупатель перестают существовать друг для друга - стороной, выполняющей условия контракта для каждого контрагента, становится расчетная палата биржи. При этом, чтобы осуществить продажу, совсем необязательно иметь в наличии (даже в будущем) базисный актив. Однако следует помнить, что контракты имеют определенный срок поставки или исполнения. К этому сроку участник контракта, желающий осуществить или принять поставку в установленном порядке, информирует расчетную палату биржи о готовности выполнить свои обязательства. Тогда расчетная палата выбирает лицо с противоположной позицией и сообщает ему о необходимости поставить или принять товар. Другой отличительной особенностью биржевой фьючерсной торговли является возможность свободного выхода с рынка как продавца, так и покупателя в любой момент времени работы биржи через совершение обратной или офсетной сделки. Под офсетной понимается сделка, обратная ранее занятой биржевой позиции. Так, продавец фьючерсного контракта должен купить такой же фьючерсный контракт, а покупатель, соответственно, продать. Этим действием каждый из них закрывает свою биржевую позицию и больше не несет обязательств по исполнению фьючерсного контракта, которые переключаются на новых контрагентов.

Разница в стоимости контракта в момент его заключения и в момент ликвидации составляет либо прибыль участника сделки, которая зачисляется расчетной палатой на его счет, либо убыток, который списывается с его счета. Абсолютное большинство позиций по фьючерсным контрактам ликвидируется путем совершения офсетной сделки, и только около 2 - 3% всех контрактов завершаются реальной поставкой.

При торговле фьючерсными контрактами маклер объявляет название торгуемого фьючерсного контракта, месяц поставки, котировку контракта на предыдущих торгах, время окончания торгов по данным контрактам. Заявки на продажу по наиболее низким ценам и заявки на покупку по наиболее высоким ценам отражаются на информационном табло в зале биржи. По окончании торговой сессии для каждого вида и месяца исполнения контракта определяются цены закрытия.

Клиент может выступать при заключении фьючерсного контракта как с позиции продавца, так и с позиции покупателя. Если клиент участвует в двух одинаковых контрактах с противоположных позиций, то исполнения этих контрактов не требуется и при взаиморасчетах позиции продавца и покупателя друг друга компенсируют (покрывают).

## Финансовые фьючерсы

Финансовыми фьючерсами называют фьючерсы на финансовые инструменты, среди которых кратко- и долгосрочные казначейские обязательства, депозиты, валюты, фондовые индексы. Они являются соглашением на покупку или продажу стандартной величины финансового инструмента в определенный момент в будущем по зафиксированной в соглашении цене.

Финансовые фьючерсы выполняют две основные функции: позволяют инвесторам застраховаться от риска, связанного с неблагоприятным изменением процентных ставок, валютных курсов или курса ценных бумаг на рынке, и дают возможность биржевым спекулянтам извлекать из этого прибыль.

Физическая поставка базисного актива у большинства финансовых фьючерсов либо вообще не предусмотрена, либо осуществляется крайне редко. В подавляющем большинстве случаев производится наличный расчет. Однако процесс поставки является составной частью каждого контракта, обеспечивая механизм схождения реальных (на рынке спот) и фьючерсных цен по мере приближения дня исполнения. Фьючерсные цены определяются в конкурентной борьбе в операционном зале биржи открытым выкриком. Это означает, что каждый потенциальный покупатель имеет равные возможности воспользоваться предложением на продажу и наоборот. При заключении фьючерсного контракта фьючерсная цена может находиться выше или ниже наличной цены базисного актива или значения индекса, но к моменту поставки фьючерсная цена должна равняться наличной цене, иначе возникает возможность для арбитража между рынком базисного актива и фьючерсным рынком. Разница между фьючерсной и наличной ценой базисного актива финансового фьючерса называется базисом. Базис может быть как положительным, так и отрицательным.

Поскольку на момент истечения контракта фьючерсная цена и спот-цена базисного актива должны совпадать, то базис на день поставки будет всегда равен нулю.

## Маржа

Наличие открытых позиций требует от расчетно-клиринговой фирмы представления финансовых гарантий исполнения соответствующих контрактов в виде маржи. Под маржей понимается первоначальный гарантийный взнос, который клиент переводит на счет брокера или брокерской конторы. Маржа обязательно вносится всеми участниками торговли финансовыми фьючерсами. В качестве залога могут использоваться денежные средства, депозитные сертификаты, ценные бумаги. Существуют следующие виды маржи: первоначальная, дополнительная и вариационная.

Первоначальная маржа вносится за каждую открытую позицию и меняется в зависимости от изменения цены базисного актива, но обычно составляет не более 10% от стоимости базисного актива. Первоначальная маржа по своей сути является скорее инструментом, гарантирующим исполнение контракта, чем платежом за продаваемый актив.

Дополнительная маржа может быть затребована в случае резкого колебания цен на фьючерсном рынке, которое может дестабилизировать систему гарантий. Вариационная маржа исчисляется ежедневно по итогам торговой сессии для каждой открытой позиции клиента по заданным формулам. Для открытой позиции продавца вариационная маржа равна разности между стоимостью контракта по цене открытия данной позиции и стоимостью контракта по цене закрытия данной торговой сессии. Для открытой позиции покупателя вариационная маржа равна разности между стоимостью контракта по цене закрытия данной торговой сессии и стоимостью контракта по цене открытия данной позиции. Вариационная маржа увеличивает или уменьшает требуемую сумму залоговых средств и является потенциальным выигрышем или проигрышем клиента. Если вариационная маржа отрицательна, то она увеличивает требуемую сумму залоговых средств, если положительна - то уменьшает требуемую сумму залоговых средств.

## Покупка фьючерсного контракта

При моделировании любой финансовой операции с фьючерсными контрактами помимо цены базисного актива используются следующие параметры:

- $F_t$  - текущая фьючерсная цена;
- $F_{min}$  - минимальная фьючерсная цена в приказе брокеру;
- $F_{max}$  - максимальная фьючерсная цена в приказе брокеру;
- $M$  - размер контракта;
- $T$  - оставшийся срок до дня поставки по контракту.

Как уже было сказано выше, фьючерсная цена  $F_t$  равна индексу - для индексных фьючерсов; курсу базисной валюты - для валютных фьючерсов; 100 минус годовая процентная ставка - для краткосрочных процентных фьючерсов; цене облигации - для долгосрочных процентных фьючерсов.

Под размером контракта  $M$  для фьючерсов с различными базисными активами при моделировании будет пониматься множитель в индексных фьючерсах; количество единиц базисной валюты в валютных фьючерсах; размер депозита, деленный на 100 и умноженный на срок депозита в годах, в краткосрочных процентных фьючерсах; номинальное значение облигации, деленное на 100, в долгосрочных процентных фьючерсах.

Далее всегда предполагается, что любая открытая фьючерсная позиция закрывается брокером через осуществление офсетной сделки в случайный момент времени  $t^*$  в соответствии с альтернативным приказом, если фьючерсная цена выходит из интервала ( $F_{min}$ ,  $F_{max}$ ).

Если же за весь срок контракта фьючерсная цена не выходит из этого интервала, то открытая позиция закрывается в последний день торговли при цене  $F_T$ . Начальные затраты инвестора на покупку фьючерсного контракта составляют только комиссионные брокеру и операционные расходы, если не учитывать первоначальную маржу

## Фьючерсный спрэд

С помощью комбинирования различных фьючерсных контрактов невозможно получить большое многообразие стратегий. Фактически, единственная стратегия для финансовых фьючерсов, используемая на практике, это фьючерсный спрэд, суть которого заключается в одновременном открытии

длинной и короткой фьючерсной позиции с разными датами поставки. С помощью фьючерсного спреда инвестор надеется получить прибыль при благоприятном для него изменении разности фьючерсных цен заключенных контрактов и застраховаться от больших убытков при общем неблагоприятном движении фьючерсных цен. Также следует учитывать, что при формировании спреда инвестор вносит значительно меньшую первоначальную маржу, чем в случае простого открытия позиции.

## Правила SEC, положившие начало электронной торговле

Изначально электронная рыночная система Nasdaq использовалась для отображения конкурирующих котировок bid/ask, которые и формировали рынок. Большинство же сделок с ценными бумагами в то время осуществлялось или в брокерской конторе, куда обращался клиент, или по телефону. Поэтому создание системы Nasdaq, прежде всего, преследовало цель установления цены сделки, а не реального исполнения ордера. Движущей силой этого внутреннего рынка выступали котировки - лучшие цены bid и offer. Сегодня маркет-мейкеры и новые участники рынка, электронные торговые системы (ECNs), выставляют свои котировки (цены, по которым они обязуются осуществить сделки), которые могут быть доступны всем участникам, имеющим выход на котировки Nasdaq Level 1.

Возможность электронного исполнения сделок появилась на Nasdaq в 1985г., когда в действие была введена Система исполнения малых ордеров (**Small Order Execution System, SOES**), за которой в 1990г. последовала система **SelectNet**. SOES представляет собой систему автоматического исполнения ордеров, которая позволяет клиентам-пользователям покупать по цене offer и продавать по цене bid пакеты до 1000 акций. До 1988г. эта система не использовалась полностью, потому что SEC требовала участия в ней всех маркет-мейкеров. Это требование стало реакцией SEC на неудовлетворительное поведение маркет-мейкеров во время кризиса 1987г., когда маркет-мейкеры отказывались отвечать на телефонные звонки клиентов и осуществлять сделки по заявленным котировкам, и клиенты не могли добиться исполнения своих приказов ни по какой цене. В ответ на массированную критику на Nasdaq была введена в действие предназначенная для клиентов автоматическая система электронного исполнения приказов SOES, что позволило индивидуальным инвесторам выходить на маркет-мейкеров и торговать с ними без необходимости общаться по телефону. Кроме того, на Nasdaq стала использоваться электронная система исполнения сделок SelectNet, посредством которой получили возможность общаться и осуществлять торговые операции сами маркет-мейкеры.

В 90-е годы обе системы, SelectNet и SOES, получили бурное развитие. Пост SelectNet был во многом связан с нежеланием маркет-мейкеров разговаривать по телефону с клиентами, обсуждая и согласовывая их ордера, в то время как между собой маркет-мейкеры могли общаться по телефону часами. Расследование, проведенное Министерством юстиции, в 1996г. подтвердило, что маркет-мейкеры искусственно удерживают широкие спреды, т.е. завышают разницу между ценами покупки и продажи. В результате этого расследования Национальная ассоциация фондовых дилеров NASD совместно с SEC выработали свод правил, призванных защитить инвесторов, что благоприятно сказалось на функционировании рынка Nasdaq.

В первое время в системе Nasdaq торговались неликвидные акции, которые не могли удовлетворить листинговым требованиям Нью-йоркской и Американской фондовых бирж. Маркет-мейкеры Nasdaq обычно удерживали значительную разницу между своими котировками bid и offer, что было вполне возможно при торговле неликвидными акциями. Широкие спреды трактовались маркет-мейкерами как вполне разумная плата за тот риск, который они принимали на себя, поддерживая рынок неликвидных акций. Широкие спреды, которые оплачивались из кармана инвесторов и трейдеров, служили вознаграждением маркет-мейкеров за поддержание постоянной ликвидности рынка. (Установление спреда означает способность маркет-мейкера купить акции по цене bid у одного клиента и продать их по более высокой цене offer другому клиенту).



В дополнение к возможности устанавливать широкие спрэды маркет-мейкерам Nasdaq была гарантирована возможность зарабатывать на спрэде при каждой совершаемой сделке, ведь маркет-мейкеры во всех сделках выступали на противоположной стороне. Это означало, что клиенты редко могли совершать сделки друг с другом, более того, они были вынуждены покупать у маркет-мейкера и продавать маркет-мейкеру, оплачивая значительную разницу в цене. На протяжении большей части истории функционирования системы Nasdaq инвесторы были лишены возможности торговать "внутри спрэда", даже, если один клиент предлагал цену покупки выше той, какую был готов принять за продажу другой клиент. Например, вполне типична для Nasdaq была ситуация, при которой маркет-мейкер выставлял цены на уровне 50 - 501/2, существовали клиенты, готовые уплатить 503/8, клиенты, готовые продать за 501/8, а сделки не заключались.

Была возможна и ситуация, при которой один клиент был готов купить по 501/4, тогда как брокерская контора, представляющая ордер, могла уплатить 50 другому клиенту и продать купленные у него акции первому клиенту за 501/4. Подобное никогда не могло произойти на NYSE или ASE, где специалист обрабатывает и подбирает встречные клиентские ордера, и клиенты защищены правилом для лимит-ордеров. Такая специфика рынка Nasdaq была допустима при торговле неликвидными акциями, но стала мешать, когда этот рынок стал быстро развиваться и претендовать на роль крупнейшей торговой площадки.

Первым шагом, предпринятым Nasdaq в этом направлении, стало правило защиты клиентских лимит-ордеров, которое признавало незаконным со стороны маркет-мейкера "перешагивать" через клиентские ордера, т.е. игнорировать их. Таким образом, это правило запрещало маркет-мейкеру покупать акции по своей цене bid 50, не исполняя и придерживая клиентский ордер, предлагающий цену bid 501/4. Вскоре вслед за этим SEC одобрила новые правила обработки ордеров (Order Handling Rules), строго регламентирующие порядок торговли на Nasdaq. Эти правила явились первым этапом трансформации Nasdaq из рынка, движимого котировками, в рынок, на котором движущей силой выступают ордера.

Новые правила обработки ордеров содержали два важнейших требования, призванных упорядочить и сделать более справедливой работу рынка, что в итоге позволило бы клиентам получить наилучшую цену сделки. Первое требование обязывало маркет-мейкера выполнять или выводить на экран любой клиентский лимит-ордер, цена которого была лучше внутренней цены. Это создавало для клиентских лимит-ордеров защиту, ведь раньше клиент мог рассчитывать на выполнение своего ордера только тогда, когда для маркет-мейкера складывались благоприятные условия. Второе требование запрещало маркет-мейкерам выводить на экран цены, лучшие по сравнению с ценами Nasdaq на частных рынках, например, Instinet, пока эти котировки не стали доступны широкому кругу инвесторов. Это правило открыло доступ в систему Nasdaq для ECNs, появление которых способствовало созданию более эффективного единого рынка, на котором можно получить наилучшую цену. Новые правила способствовали сужению спрэдов и формированию более справедливого порядка выполнения клиентских ордеров. Что еще более важно, они привели к тому, что в системе Nasdaq клиенты получили возможность торговать друг с другом напрямую, а не через посредничество маркет-мейкеров. Т.е. это позволило клиентам потенциально покупать по цене bid, продавать по цене offer, или, другими словами, торговать внутри спрэда, тогда как раньше им приходилось оплачивать спрэд. Таким образом, сложились условия для превращения Nasdaq в рынок, который "делают" клиенты, а не маркет-мейкеры, т.е. в рынок, на котором движущей силой выступают не котировки маркет-мейкеров, а клиентские ордера.

В 1997г. произошло еще одно изменение, имевшее значительные последствия. Основные фондовые биржи США перешли на котировку акций в 16-х долях вместо 8-х, что привело к еще большему сужению спрэдов и уменьшению преимуществ в торговле у маркет-мейкеров и биржевых специалистов. От уменьшения разницы между ценами покупки и продажи выиграли все клиенты, а в следующие несколько лет ожидается переход рынков на котировку в десятичных долях, что создаст условия для еще большего сужения спрэдов.

## Дневная торговля (Day trading)

Идея использовать онлайн-доступ к торгам родилась из необходимости соответствовать как бурному развитию самих рынков, так и стремительному распространению новейших технологий.

Сегодня существует 4 способа получения прямого электронного доступа на фондовый рынок: SuperDot, SelectNet, ECNs и SOES. Система **SuperDot** используется исключительно для торговли акциями, котируемыми на бирже. Системы **SelectNet** и **SOES** используются исключительно для выхода на рынок Nasdaq. ECNs также главным образом используются для получения доступа на рынок Nasdaq, но через

некоторые торговые сети можно участвовать и в торговле биржевыми акциями. Последние технологические достижения сделали возможным получение доступа к этим системам через терминалы онлайн-ввода ордеров (online order entry terminal), которые связаны с компьютерными сетями, или через Интернет.

## SuperDot

SuperDot - система электронного доступа на биржевые рынки, через которую сегодня осуществляется более 40% сделок с акциями, торгуемыми на NYSE. Более того, 80% всех ордеров, поступающих на NYSE, вводятся через SuperDot. Эта система может одновременно обрабатывать ордера на количество до 99999 акций. Введена она была в 1984г. как улучшенная версия DOT (designated order turnaround), машины для обработки и отправки ордеров, которую служащий брокерской конторы использовал для ввода клиентских ордеров и их отправки специалистам на фондовую биржу.

SuperDot - электронная система доставки ордеров, которая связывает брокера, являющегося членом биржи, со специалистом, который может быстро исполнить ордер и выслать отчетность. Биржевой специалист вручную "состыковывает" ордера, выполняет их, используя свои резервы ценных бумаг, или заносит их в книгу лимит-ордеров. Книга лимит-ордеров позволяет специалистам организовать обработку ордеров таким образом, чтобы обеспечить их быстрое исполнение при возникновении соответствующих рыночных условий. Данная система существенно повысила эффективность биржевых рынков и дала возможность исполнять ордера быстро и дешево. В нормальных рыночных условиях исполнение ордера обычно занимает несколько секунд, когда же на рынке складывается сложная обстановка, процесс исполнения может затянуться на минуты. В результате менее крупные рынки, такие как Chicago Stock Exchange, начали конкурировать за клиентские ордера, гарантируя их выполнение по наилучшей доступной цене, выведенной на экран NYSE. Это создает автоматическую систему исполнения для тех брокерских фирм, которые направляют свои ордера на эти менее крупные рынки.

SuperDot предоставляет ордерам индивидуальных инвесторов на количество менее 2100 акций приоритетное исполнение перед более крупными ордерами институциональных инвесторов и позволяет брокерским фирмам предложить своим клиентам онлайн-доступ к биржевым рынкам. Возможности данной системы по торговле биржевыми акциями наряду с взиманием низких комиссионных обеспечили устойчивость и жизнеспособность дневной торговли. Среди недостатков данной системы можно отметить не совсем легкий доступ к ней для индивидуальных инвесторов. Однако сегодня некоторые онлайн-брокеры, например, Datek Online, предлагают похожие услуги доступа на рынок и исполнения ордеров, что и SuperDot.

## Электронные торговые сети

Электронная торговая система стала первой попыткой реализации идеи электронного исполнения сделок. ECN позволяет выводить на экраны национальных систем цены bid и offer маркет-мейкеров и клиентов и делать их доступными для других пользователей, способных выполнить выставленные ордера.

### **Instinet**

Instinet, первая электронная система торговли, была введена в действие в 1969г. для того, чтобы институциональные инвесторы могли отображать свои котировки по биржевым акциям и акциям, торгуемым на Nasdaq, и сообщать их другим корпоративным инвесторам. Кроме того, Instinet предоставляет институциональным клиентам возможность осуществлять сделки между собой через свою торговую систему. Первоначально Instinet задумывалась как торговая система для институциональных инвесторов, позднее доступ к ней был открыт и для брокерских фирм. Основным недостатком, препятствующим широкому использованию Instinet, состоит в том, что эта торговая система попыталась ограничить круг своих пользователей избранными институциональными инвесторами и брокерскими

фирмами, таким образом, Instinet недоступна большинству индивидуальных инвесторов. Это в некотором смысле противоречит существующим принципам регулирования. Новые правила SEC в отношении порядка обработки ордеров (вступившие в силу в январе 1997г.) должны были обеспечить защиту клиентских лимит-ордеров и устранить частные рынки с лучшими ценами. Правила SEC были нацелены на то, чтобы побудить NASD обеспечить исполнение клиентских лимит-ордеров по наилучшим возможным ценам, что явилось значительным шагом вперед.

Однако к ECNs применяется требование выводить на экран ордера, введенные маркет-мейкерами, но не существует требования выводить на экран "пакетные ордера" (block orders, ордера на количество, превышающее 10000 акций, или на сумму, большую \$250000). Эти два допущения не согласуются с намерением SEC и должны быть устранены для того, чтобы обеспечить клиентам доступ к сделкам по наилучшим ценам.

Сеть Instinet не открыла доступ ко всем своим котировкам bid и offer для широкого круга инвесторов, но значительное число ордеров, поступивших в Instinet, сегодня отражается в котировках Nasdaq под символом INCA, что существенно способствует увеличению ликвидности рынка Nasdaq. Большой процент ордеров по акциям Nasdaq (около 50%) приходится на Instinet, и 80-90% этих ордеров вводятся маркет-мейкерами. Instinet считается лучшей торговой системой для институциональных инвесторов и маркет-мейкеров, торгующих значительными пакетами акций на рынке Nasdaq. И хотя Instinet фактически закрыта для индивидуальных инвесторов, новые правила обработки ордеров SEC, обязывающие Instinet отражать большинство своих ордеров в котировках Nasdaq, в значительной мере способствовали тому, что индивидуальные инвесторы получили доступ к тому ликвидному рынку, выход на который раньше был открыт только небольшой группе избранных рыночных участников.

### **Island**

Система Island, образованная в феврале 1996г., стала самой быстрорастущей электронной системой торговли. Представленная в Nasdaq Level II как ISLD, это общедоступная, легкая в использовании и недорогая торговая система. Институциональные инвесторы, маркет-мейкеры и практически все индивидуальные инвесторы из любой точки мира могут вводить ордера в Island несколькими способами. Например, клиенты могут вводить ордера посредством терминалов ввода приказов Island, через онлайн-брокера Datek Online, или Watcher. Всеказы bid и offer, поступившие в Island, которые не были исполнены немедленно, выводятся на экраны котировок Nasdaq по всему миру. Это позволяет индивидуальным инвесторам реально выставлять приказы на покупку/продажу и, таким образом, фактически "делать рынок" для акций, торгуемых на Nasdaq. До 20 января 1997г. такая возможность была только у маркет-мейкеров.

Сейчас возможностью выхода на рынок таким же способом обладают и индивидуальные инвесторы, причем не неся при этом высоких затрат и не подпадая под необходимость выполнять суровые требования, предъявляемые к членам Nasdaq или к маркет-мейкерам.

Институциональные инвесторы и брокерские фирмы могут выйти в Island через специальные терминалы или установить прямую связь между Island и своей системой ввода ордеров. Индивидуальные инвесторы, которые хотели бы получить доступ в Island наряду с дополнительной возможностью вводить ордера в SOES, могут сделать это через онлайн-торговую систему Watcher. Индивидуальные инвесторы, которые хотят получить простой, дешевый и эффективный выход в Island, могут сделать это через Datek Online. Доступ во все три торговые системы, Island, Watcher и Datek Online, можно получить практически из любой точки мира.

Простота доступа в эти торговые системы наряду со скоростью, надежностью и эффективностью исполнения ордеров сделали их идеальным инструментом для тех, кто занимается электронной торговлей в течение торгового дня.

Другие ECNs, например, **Bloomberg** и **Teranova**, представленные в котировках второго уровня Nasdaq как BTRD и TNTD, не получили такого развития, как Island, и доступ к ним не отличается такой же простотой, что и в Island. Bloomberg, Teranova, Instinet взимают дополнительную плату с третьих лиц за выполнение введенных в них ордеров. Island предоставляет эту услугу бесплатно, что повышает вероятность исполнения ордеров, введенных именно через эту торговую систему. Все ECNs доступны любому трейдеру, имеющему выход на второй уровень котировок через Nasdaq -скую систему SelectNet.

## **SelectNet**

SelectNet позволяет трейдерам обговаривать цены в Nasdaq посредством компьютера, а не телефона. Это дает трейдерам (брокерским конторам и иным маркет-мейкерам) возможность вводить ордера по промежуточным (внутри спреда) ценам, что повышает вероятность их исполнения. Ордера SelectNet во многом схожи с ордерами, введенными в ECNs, за исключением двух важных обстоятельств: ордера

SelectNet передаются только маркет-мейкерам, и они не подпадают под правило защиты лимит-ордеров. Оба этих исключения идут вразрез с новыми правилами обработки ордеров SEC и могут подвергнуться в ближайшем будущем изменению. И ордера, вводимые в SelectNet, и ордера, вводимые в ECNs, требуют для своего исполнения подтверждения обеих сторон сделки, т.е. эти ордера не исполняются автоматически, как ордера SOES.

Ордера SelectNet могут быть выведены на экран для всех маркет-мейкеров или для определенного маркет-мейкера по "принципу предпочтения" (preferencing). "Принцип предпочтения" используется тогда, когда трейдер, который не имеет права использовать SOES или не хочет использовать SOES, желает совершить сделку по заявленной котировке. Предпочтение здесь - это высказанное намерение трейдера купить по цене, запрашиваемой кем-то из маркет-мейкеров. Если трейдер таким образом оказывает предпочтение определенному маркет-мейкеру, тот теоретически обязан исполнить ордер, по крайней мере, частично. Если маркет-мейкер отказывается исполнять ордер, он нарушает требования Nasdaq в отношении выставления и соблюдения котировок. Однако если маркет-мейкер может подтвердить, что он уже исполнил другой ордер по этой цене (например, ордер SOES), и готовился вывести новую котировку, тогда маркет-мейкер не обязан исполнять ордер. Как и в системе SOES, маркет-мейкер обязан выполнить ордер по принципу предпочтения, если он выставлен по котировке им цене. В отличие от SOES, где ордер исполняется автоматически, маркет-мейкер должен инициировать выполнение ордера по принципу предпочтения. Ордер по принципу предпочтения обычно используется трейдером, который хочет совершить сделку по заявленной маркет-мейкером цене, тогда как ордер SelectNet обычно используется трейдером, желающим совершить сделку по цене, лучшей, чем выставленная котировка. Ордер SelectNet выполняется только при условии, что противоположная по сделке сторона соглашается его исполнить.

SelectNet и система предпочтений активно используются маркет-мейкерами для общения между собой вместо телефонной связи. Имея возможность согласовывать свои ордера таким путем, маркет-мейкеры экономят время, сокращают количество ошибок, и избегают разглашения конфиденциальной информации в телефонном разговоре, что может быть истолковано как участие в сговоре. До появления новых правил, разрешивших ECNs выводить свои котировки на Nasdaq, дневные трейдеры, которые хотели торговать внутри спреда, прибегали к выставлению ордеров через SelectNet. Сегодня, когда трейдеры получили возможность вводить ордера в ECNs, их ордера становятся доступны большому количеству потенциальных участников сделки и подпадают под правило защиты лимит-ордеров. Кроме того, дневные трейдеры сохраняют возможность использовать принцип предпочтений.

Если трейдер или маркет-мейкер выбирают для торговли ECN, они должны отдавать предпочтение именно этой ECN. Исключением из этого правила является существование прямой связи между системой ввода ордеров и ECN. Например, некоторые онлайн-системы, такие как Watcher и Datek Online, предоставляют прямой доступ к электронной торговой системе Island, что позволяет их клиентам выходить в эту ECN, не прибегая к использованию SelectNet и экономя время и деньги. Система SelectNet доступна всем пользователям, имеющим выход к котировкам Nasdaq Level II.

## Small Order Execution System (SOES)

Система исполнения мелких ордеров SOES предназначена для дневных трейдеров, торгующих на рынке Nasdaq пакетами до 1000 акций, и позволяет мелким индивидуальным инвесторам получить доступ к национальной рыночной системе Nasdaq и ее маркет-мейкерам. Система полностью заработала после биржевого краха 1987г., преследуя цель обеспечить ликвидность рынка для обычных инвесторов, и с этого момента стала популярным средством дневной торговли. SOES позволяет индивидуальным инвесторам электронным способом осуществлять сделки по акциям Nasdaq с институциональными инвесторами, которые постоянно выставляют по этим акциям свои котировки на покупку/продажу. Однако для трейдеров, использующих SOES, существуют некоторые ограничения:

1. В SOES исполняются ордера на количество акций, не превышающее 1000. В сделках с акциями, объемы торгов по которым низки, это количество может быть ограничено 200 акциями.
2. После исполнения ордера на каждую сторону сделки налагается 5-минутное ограничение на совершение новой сделки с теми же акциями. Например, трейдер, купивший через SOES 1000 акций Intel, должен подождать 5 минут, прежде чем ему будет вновь позволено воспользоваться SOES для покупки еще 1000 акций Intel. Однако это временное ограничение не запрещает трейдеру купить дополнительные акции Intel через SelectNet или ECN.
3. Зарегистрированные представители и брокеры-дилеры, являющиеся членами NASD, не могут осуществлять в SOES сделки по своим собственным торговым счетам.



4. Короткие продажи в SOES должны осуществляться по цене bid "плюс тик" (plus-tick bid), в соответствии с правилами, регулирующими открытие коротких позиций.
5. SOES - система обязательного исполнения. Это означает, что маркет-мейкер, выставивший котировку (т.е. объявивший о своем желании купить или продать по этой цене), должен выполнить ордер хотя бы на заявленное количество акций.
6. Акции компаний с малой капитализацией являются исключением из пунктов 4. и 5. К коротким продажам таких акций не применяется правило о цене bid "плюс тик", и исполнение ордеров через SOES в этом случае не носит обязательного характера.

Участие маркет-мейкеров в SOES по всем акциям Nasdaq стало обязательным в 1988г, что явилось реакцией регулирующих органов на жалобы мелких клиентов о невозможности получить доступ к котировкам маркет-мейкеров во время биржевого кризиса в октябре 1987г.

До этого времени брокерам для исполнения клиентских ордеров приходилось звонить маркет-мейкерам по телефону. Во время биржевого кризиса дозвониться до маркет-мейкеров было практически невозможно, и в результате многие клиентские ордера остались без исполнения. Система SOES должна была обеспечить для индивидуальных клиентов доступ на рынок Nasdaq и укрепить к нему доверие со стороны клиентов.

Маркет-мейкерам предоставлены многочисленные привилегии, и за это они несут ответственность за глубину, ликвидность и стабильность рынка. Однако маркет-мейкеры сначала рассматривали появление SOES как угрозу своим доходам и первое время активно противостояли ее развитию. В это время министерство юстиции предприняло открытую критику поведения участников рынка Nasdaq и провело расследование, которое подтвердило факты искусственного удержания широких спредов маркет-мейкерами за счет клиентов. По результатам расследования это ведомство в 1996г. выдвинуло против многих маркет-мейкеров Nasdaq обвинения в нарушении антимонопольного законодательства. Чтобы оспорить выдвинутые обвинения о том, что маркет-мейкеры заставляют инвесторов оплачивать завышенные спреды, NASD и ее члены предприняли контратаку. Они заявили, что доступ на рынок для мелких инвесторов более чем облегчен, и большую роль в восстановлении справедливого доступа на рынок для индивидуальных инвесторов сыграла именно SOES. Они заявили, что маркет-мейкеры Nasdaq были завалены потоком клиентских ордеров через SOES, что побудило их торговать в рамках объявленных ими лимитов. В результате рынок Nasdaq обеспечивал более чем соответствующую ликвидность для своих клиентов, и маркет-мейкерам было разрешено устанавливать по этим сделкам спреды. Они не только выполняли свою работу, но и стали жертвами группы трейдеров, получивших название "SOES bandits". Этих трейдеров NASD и маркет-мейкеры обвинили в злоупотреблении и использовании устаревших котировок, которые "SOES bandits" заставляли маркет-мейкеров соблюдать, обосновывая свое требование обязательным характером следования заявленным ценам.

На самом деле это было далеко от истины, и в действительности на рынке Nasdaq существует правило, не позволяющее трейдерам SOES пользоваться для извлечения выгоды неправильными котировками и устаревшими данными. Данное правило позволяет расторгать сделки, признанные "явно ошибочными" (хотя этот термин точно нигде не определен). Nasdaq обычно расторгает все сделки, совершенные по ценам, не соответствующим текущим рыночным котировкам, на том основании, что они "явно ошибочны". Кроме того, сделка может быть отменена в любой момент после ее совершения, даже спустя несколько недель. Для признания сделки "явно ошибочной" не существует никаких количественных критериев и временных рамок.

На протяжении многих лет NASD и брокеры-дилеры, являющиеся членами Ассоциации, пытались сократить объем торгов через SOES. Они издавали правила, согласно которым трейдеры SOES, осуществляющие более двух сделок в день или сделку на количество более 500 акций, признавались профессиональными трейдерами, которые не имеют права пользоваться системой SOES. В некоторых случаях NASD препятствовала в получении доступа к SOES новым фирмам. Многие из этих попыток затормозить развитие SOES окончились ничем, однако некоторые ограничения все еще действуют.

## Small Order Execution System (SOES)

**After-hours trading** - осуществление сделок с ценными бумагами после закрытия биржевой сессии. Раньше таким видом торговли с помощью специальных компьютерных систем занимались, главным образом, институциональные трейдеры. Сегодня многие онлайн-брокеры предлагают доступ к "последневным торгам" широкому кругу инвесторов.

**Ask (asked price)** - цена продажи - запрашиваемая продавцом цена, т.е. самая низкая цена, по которой он готов осуществить продажу.

**At-the-opening order** - приказ брокеру о заключении сделки по лучшей цене на открытие биржи (на начало утренней сессии).



**ATS (Alternative Trading Systems)** - альтернативные торговые системы являются наиболее динамично развивающимся средством электронной торговли. Они обеспечивают своим участникам-подписчикам доступ к информации и торгам на различных площадках через специальное программное обеспечение. По сравнению с онлайн-брокерами работа АТС отличается большей скоростью и большей надежностью в том, что касается обработки и исполнения ордеров. В правилах SEC термин АТС определен как "любая организация, ассоциация, лицо, группа лиц или система, которая:

7. является местом для проведения рыночных торгов или предоставляет условия для сведения вместе покупателей и продавцов ценных бумаг или для осуществления в отношении ценных бумаг иных функций, традиционно выполняемых фондовой биржей; и
8. не устанавливает правила, определяющие поведение участников-подписчиков, не связанное с их торговой активностью через эту организацию, ассоциацию, группу лиц или систему; и не применяет к своим участникам-подписчикам наказание, иное, чем лишение их доступа к торгам".

**Backtesting** - процесс оптимизации торговой стратегии на основе использования исторических данных и затем ее проверка на адекватность получаемых результатов через использование современных данных.

**Bid/Bid Into** - цена покупки - цена, по которой маркет-мейкер осуществляет покупку финансовых инструментов у обычных инвесторов. Bid Into используется для покупки акций или открытия длинной позиции через SelectNet или ECN.

**Block Trade** - сделка с таким объемом ценных бумаг, которая на обычном рынке аукционного типа не может быть исполнена в разумное время и по разумной цене. Обычно объем "блокирующей сделки" превышает 10,000 акций, или ее сумма больше \$200,000.

**Buy Stop Order** - ордер на покупку котированной на бирже (listed) ценной бумаги по цене, превышающей текущую цену предложения. Ордер исполняется, когда рыночная цена достигает или преодолевает установленный ориентир (стоп-цену). Когда это происходит, buy stop ордер превращается в рыночный (market order) и исполняется по наилучшей доступной цене.

**Cancel order** - поручение на отмену ордера, который был введен, но пока не исполнен (= to make void, to kill).

**Capping** - "закупоривание" - активные продажи определенной ценной бумаги с целью удержания ее цены на низком уровне или с целью снижения ее курса. Такие действия являются нарушением Правил NASD о честной практике торговли (Rules of Fair Practice).

**Churning** - "сбивание масла" - недобросовестное поведение брокеров, связанное с увеличением их комиссионных за счет частого открытия и закрытия позиций на клиентских счетах. Является нарушением Правил NASD о честной практике торговли (Rules of Fair Practice).

**Contrarian** - инвестор, поведение которого всегда идет вразрез с настроением большинства участников рынка. Другими словами, если большинство инвесторов покупают, "несогласный" инвестор продает и наоборот. "Несогласный" инвестор считает, что, когда рынок идет вверх, большинство участников уже полностью или почти полностью "закупились" и не имеют больше средств на осуществление новых покупок. Таким образом, если рынок пока и не достиг своего пика, он сделает это в ближайшем будущем. И наоборот, когда другие инвесторы уверены, что рынок начинает движение вниз, они уже закрыли свои позиции. Таким образом, на рынке совсем или почти совсем не осталось продавцов, и он может двигаться только вверх.

**Cornering the Market** - "загонять в угол" - незаконная практика, состоящая в покупке значительного количества ценных бумаг для получения возможности манипулировать их ценами.

**Day Order** - ордер на покупку или продажу ценной бумаги, который автоматически истекает, если он не был исполнен до конца торгового дня, в течение которого он был размещен.

**Datafeed** - поток информации (к примеру, рыночных котировок и новостей).

**Data vendors** - "поставщики информации" - специализированные компании, предоставляющие разнообразные сведения для анализа и принятия инвестиционных решений.

**Day trading** - "внутридневная торговля" - стратегия активной торговли, состоящая в открытии и закрытии позиций в течение одного торгового дня и получении прибыли на малых краткосрочных изменениях цены. Правила NASD определяют day trading как "регулярное выставление в течение торгового дня ордеров на покупку и продажу одних и тех же ценных бумаг".

**Dealer Flip** - "скачок дилера" - явление, когда маркет-мейкер "перескакивает" с цены бид на offer или с offer на bid по акции, по которой он "делает рынок".

**DNI (do not increase)** - "не увеличивать" - инструкция клиента брокера не увеличивать количество ценных бумаг, которые надо купить или продать в случае объявления дробления акций (split) или выплаты дивидендов в форме акций (stock dividend).

**DNR (do not reduce)** - "не уменьшать" - инструкция клиента брокеру не снижать лимит-цену в buy-limit и sell-stop ордерах на дату регистрации (record date) акционеров, т.е. при потере права на получение текущих дивидендов.

**Down Off** - ситуация, при которой маркет-мейкер, заявивший наивысшую цену bid, больше не желает осуществлять по ней покупку ценных бумаг. Маркет-мейкер корректирует свою bid-цену в сторону понижения до того уровня, на котором он может возобновить покупки. Признак медвежьего настроения.

**Down to Ask** - ситуация, при которой маркет-мейкер снижает свою цену ask/offer до уровня текущей цены предложения в надежде продать максимально возможное количество акций до того момента, когда цена упадет ниже допустимого уровня. Признак медвежьего настроения.

**Drops Bid** - ситуация, при которой маркет-мейкер, заявивший наивысшую цену bid, вдруг корректирует ее в сторону понижения, не желая больше платить за акции такую высокую цену.

**ECN (electronic communications network)** - электронные торговые системы, предназначенные сведения покупателей и продавцов ценных бумаг и автоматического исполнения клиентских ордеров. Правила SEC определяют ECN как любую электронную систему, которая распространяет среди широкого круга пользователей информацию о введенных в нее биржевыми специалистами или маркет-мейкерами внебиржевого рынка ордерах, и позволяет их автоматически исполнять полностью или частично.

**Fill** - исполнение ордера (partial fill - частичное исполнение).

**5-minute rule** - "правило 5 минут" - временное ограничение, действующее для пользователей системы SOES (Small Order Execution System). При покупке 1000 акций XYZ через систему SOES клиент, прежде чем ему вновь будет позволено воспользоваться этой системой для покупки новых акций XYZ, должен подождать 5 минут. Аналогичное требование применяется и к сделке по продаже. Однако если клиент покупает 600 акций XYZ, в течение первых 5 минут он может докупить еще 400 акций, чтобы довести размер позиции до 1000 акций.

**Floor Trader** - трейдер в зале биржи, являющийся ее членом и непосредственно участвующий в торгах за свой счет.

**Free-riding** - "езда зайцем" - 1) практика быстрой купли-продажи ценных бумаг клиентом брокера без фактического внесения денег (при покупке) или внесения бумаг (при продаже) в нарушение Правила Т Совета Управляющих ФРС США; 2) запрещенная SEC практика, при которой организаторы эмиссии "придерживают" часть нового выпуска в надежде получить повышенную прибыль в результате реализации этих акций по цене, превышающей цену публичного предложения.

**GTC (good-till-canceled) order** - "действительный до отмены" - клиентский приказ брокеру на покупку или продажу ценных бумаг, действительный до уведомления об отмене. До момента своего исполнения приказ может быть в любое время изменен или отменен. Также называется "открытым приказом" (open order).

**He Drops** - данный термин описывает ситуацию, при которой маркет-мейкер "роняет" свою цену bid, которая была лучшей, на более низкий уровень после выполнения ордера в SOES.

**Held** - термин, означающий приостановку торгов по ценной бумаге (маркет-мейкерам не разрешено выводить по ней свои котировки).

**He Lifts** - термин, используемый в ситуации, когда маркет-мейкер после выполнения ордера в SOES поднимает свою текущую цену offer, которая перестает быть самой низкой.

**He Stays** - термин используется в ситуации, когда маркет-мейкер выполнил ордер в SOES по стороне bid или offer, его текущая цена bid или offer продолжает оставаться лучшей, и он продолжает осуществлять по ним покупку или продажу.

**High Bid** - термин используется в ситуации, когда маркет-мейкер в определенный момент времени желает осуществить покупку по более высокой цене, чем остальные маркет-мейкеры. Признак бычьего настроения.

**Hit the Bid** - термин определяет ситуацию, когда трейдер продал акции по текущей цене bid.

**Index investing (indexing)** - инвестирование с привязкой к индексу - инвестиционная стратегия, основанная на предположении, что в долгосрочном периоде инвестор, даже самый опытный, не в состоянии переиграть рынок, то есть доходность его портфеля в долгосрочной перспективе всегда будет уступать результатам, которые показывает рынок в целом (динамике индекса). Сторонники данной инвестиционной стратегии формируют свой портфель из ценных бумаг, которые составляют какой-либо

индекс, или покупают акции индексных взаимных фондов, портфель которых полностью копирует состав какого-либо индекса (чаще всего S&P 500).

**Inside Market** - в конкретный момент времени промежуток между лучшими котируемыми ценами, наивысшей bid и самой низкой offer.

**In the red** - "в красном" - выражение, используемое для обозначения убыточных операций (раньше в бухгалтерских книгах убытки записывались красными чернилами). Обратное к in the black - "в черном" - отражение безубыточных операций.

**Lastsale Reporting** - отчетность по последним продажам - электронный ввод членами NASD на Nasdaq Stock Market цены и количества акций по сделке. Отчетность по сделке должна быть представлена в Nasdaq в течение 90 секунд с момента ее совершения.

**Lift Offer** - термин, используемый для ситуации, когда маркет-мейкер повышает свою цену offer, не желая осуществлять продажу по предыдущей цене. Обычно рассматривается как признак бычьего настроения.

**Limit Order** - лимитный приказ - приказ брокеру купить или продать ценные бумаги по оговоренной или лучшей цене. В случае покупки ордер никогда не будет исполнен по цене выше указанной, а в случае продажи - по цене ниже указанной. Если лимитный приказ вводится в систему SOES, и ни один маркет-мейкер не котирует свою цену на уровне, определенном в лимит-ордере, ордер автоматически отменяется, и отчет по его исполнению выглядит как "No SOES Market Maker Available" ("В SOES нет маркет-мейкера").

**Loss taking** - фиксация убытков - закрытие позиции при достижении определенного уровня потерь.

**Low Offer** - термин используется в ситуации, при которой маркет-мейкер снижает свою цену offer и на текущий момент котирует ее на самом низком уровне среди всех маркет-мейкеров. Признак медвежьего настроения.

**Markdown** - разница между наивысшей текущей ценой bid, предлагаемой дилерами, и более низкой ценой, которую дилер уплачивает клиенту. Обратное **markup**.

**Market Order** - рыночный ордер - приказ брокеру купить или продать ценные бумаги по наилучшей доступной на рынке в момент поступления ордера цене.

**Market Timing** - "отслеживание рынка" - инвестиционная стратегия, состоящая в попытке правильно выбрать время покупки и продажи ценных бумаг на основе анализа рыночной и общеэкономической информации.

**Markup** - разница между самой низкой текущей ценой offer, предлагаемой дилерами, и более высокой ценой, взимаемой с клиента. Обратное к **markdown**.

**Matching orders** - "совпадающие ордера" - одновременно вводимые идентичные или почти идентичные приказы на покупку и продажу одних и тех же ценных бумаг для создания видимости торговой активности. Данная практика является нарушением антимошеннических положений Закона о фондовых биржах 1934.

**Neural net** - нейронная сеть - компьютерная программа, основанная на использовании искусственного интеллекта и обладающая способностью к самообучению. Эффективность применения таких компьютерных программ на практике, в частности для прогнозирования движения рынка, пока не доказана.

**Offer Out** - цена, по которой маркет-мейкер продает ценные бумаги, а обычные инвесторы покупают. Когда вы offer out, вы берете на себя роль маркет-мейкера, предлагая продать свои бумаги по цене offer на ECN или Selectnet. В большинстве случаев данная стратегия используется для закрытия длинных позиций, но может применяться и для открытия коротких.

**Off the Offer** - ситуация, при которой маркет-мейкер, выставивший самую низкую цену offer, поднимает ее, не желая больше продавать ценные бумаги по такой низкой цене.

**Open Order** - открытый ордер - приказ брокеру купить или продать ценные бумаги по цене, не совпадающей с текущей рыночной, который остается в силе до момента своего исполнения или отмены.

**Override** - "перекрывать" - термин используется, когда трейдер собирается предложить свои акции по цене более высокой по сравнению с текущей ценой offer, или предлагает цену покупки, которая ниже текущей цены bid.

**Principal Orders** - "основные ордера" - ордера брокеров-дилеров при осуществлении ими торговых операций за свой счет.

**Profit-taking** - фиксация прибыли - закрытие позиций по ценным бумагам, стоимость которых выросла до определенного запланированного уровня, для реализации прибыли. Закрытие позиций происходит вне зависимости от предположений в отношении дальнейшего движения цены.

**Position trading** - позиционная торговля - инвестиционная стратегия, в рамках которой позиции не закрываются достаточно продолжительное время - до 6-12 месяцев и более. Часто противопоставляется day trading, частому открытию и закрытию позиций в течение одного торгового дня.

**Program trading** - программная торговля - использование арбитражерами и институциональными инвесторами специальных компьютерных программ для осуществления сделок купли-продажи при управлении достаточно большим портфелем ценных бумаг. Подобные программы позволяют отслеживать сразу несколько рынков и ценных бумаг и подают сигналы на покупку или продажу, когда на рынке складываются благоприятные возможности для получения прибыли или выполняются условия, заложенные в качестве ориентира для пополнения или закрытия позиции. Данный вид торговли часто обвиняют в том, что он приводит к повышению нестабильности (волатильности) на рынке, поэтому существуют специальные правила раскрытия информации о таких операциях.

**Pump-and-dump** - "накачивание рынка" - практика недобросовестных трейдеров, которые искусственно раздувают интерес к ценным бумагам, которые они купили заранее, с тем, чтобы затем продать их плохо информированным и неопытным инвесторам по значительно более высокой цене.

**Real Time trade reporting** - отчетность по сделкам в реальном времени - требование, налагаемое на маркет-мейкеров (и в некоторых случаях и на не маркет-мейкеров), предоставлять отчетность по сделкам незамедлительно после их завершения. По сделкам с акциями, торгуемыми на Nasdaq, отчетность должна поступать в течение 90 секунд после их совершения.

**Rebound** - откат или восстановление - смена направления движения рыночных цен после того, как долгосрочная тенденция их роста или падения привела к тому, что участники рынка считают сложившиеся ценовые уровни слишком высокими или заниженными.

**Refreshes** - в основном то же, что **He stays** - используется в ситуации, когда маркет-мейкер исполнил ордер по выставленной им цене bid или offer и продолжает покупать и продавать ценные бумаги по котировке на прежнем уровне ценам.

**Screening** - процесс поиска и отбора ценных бумаг с заданными инвестиционными и финансовыми характеристиками в какой-либо базе данных. Суть метода состоит в последовательном использовании фильтров (screens) для определения выборки, отвечающей нужным критериям.

**Slippage** - разница между предполагаемой ценой сделки и ценой, по которой она реально была совершена.

**Spread** - разница между текущими ценами bid и offer.

Stop order - ордер "стоп" - клиентский приказ, который становится рыночным при достижении рыночной ценой определенного уровня (стоп-цены). Стоп-ордер на продажу выставляется ниже текущей рыночной цены (обычно для ограничения потерь или защиты нерезализованной прибыли). Стоп-ордер на покупку выставляется выше текущей рыночной цены (обычно для защиты коротких позиций). Стоп-ордера не всегда исполняются по стоп-цене.

Для биржевых ценных бумаг стоп-ордера становятся рыночными, когда ценная бумага торгуется на уровне установленной цены или вблизи этого уровня. Стоп-ордера на продажу для бумаг внебиржевого рынка становятся рыночными, когда их цена bid находится на установленном уровне или ниже. Стоп-ордера на покупку для бумаг внебиржевого рынка становятся рыночными, когда они предлагаются по установленной цене или чуть выше. Для бумаг, торгуемых на OTCBB, стоп-ордера не применяются.

**Stop-limit order** - ордер "стоп-лимит" - клиентский приказ, который становится лимит-ордером после достижения рыночной ценой установленного уровня (стоп-цены). Стоп-лимит ордер на продажу выставляется ниже текущей рыночной цены (обычно для ограничения потерь или защиты нерезализованной прибыли). Стоп-лимит ордер на покупку выставляется выше текущей рыночной цены (обычно для защиты коротких позиций).

Для биржевых ценных бумаг стоп-лимит ордера становятся лимит-ордерами, когда ценные бумаги торгуются по цене на уровне стоп-цены или вблизи него, и будут исполнены по лимит-цене или лучшей цене при достижении рыночной ценой этого уровня. Стоп-лимит ордера на продажу для ценных бумаг внебиржевого рынка становятся лимит-ордерами, когда их цена bid находится на установленном ценовом уровне или ниже. Стоп-лимит ордера на покупку для бумаг внебиржевого рынка становятся лимит-ордерами, когда ценные бумаги предлагаются по цене на установленном уровне или выше. Стоп-лимит ордера на бумаги, торгуемые на OTCBB, не используются.

**Stop-loss order** - ордер "остановить убытки" - клиентский приказ брокеру продавать ценные бумаги по лучшей цене после снижения рыночной цены до определенного уровня в целях фиксации убытков.

**Tick** - тик - минимальное изменение цены ценной бумаги на рынке. В настоящее время, в зависимости от типа и стоимости ценной бумаги, "шаг" цены может составлять 1/16, 1/32, 1/64 доллара и т.д. В перспективе ожидается переход на котировку цен в десятичном формате, когда один тик будет составлять 1/100 доллара. При передаче информации о движении цен часто используются термины uptick (один тик вверх) и downtick (один тик вниз).



**Ticker** - тикер - телеграфный (электронный) аппарат (или система), оперативно выдающий текущую финансовую информацию на бумажную ленту. Впервые был использован в США в 1867г. В настоящее время под "тикером" понимается информация, появляющаяся на экране или мониторе, в том числе в виде бегущей строки с котировками акций и объемами торгов, а также регулярно обновляемые новости. "Тикером" также называется символическое обозначение торгуемых ценных бумаг.

**Timed out** - "время вышло" - после того, как вы разместили ордер в SOES или в ECN, ваш ордер остается в силе только на определенный период времени. Timed Out означает, что время вышло, и ордер будет автоматически отменен. Временные ограничения по сроку действия варьируются в зависимости от типа ордера.

**Too Late** - "слишком поздно" - данный термин используется в системе SOES, когда трейдер разместил ордер на покупку или продажу ценных бумаг, а затем решил отменить его. После совершения попытки отменить ордер трейдер получает сообщение "слишком поздно", что означает, что отменить ордер уже невозможно, и он вскоре будет исполнен.

**Trading halt** - временная приостановка торгов на бирже. Может произойти по причине выхода на рынок чрезвычайного сообщения или сложившегося дисбаланса в количестве ордеров на покупку и продажу.

**Trading system** - торговая система - в инвестировании означает набор правил, которых инвестор дисциплинированно придерживается при открытии длинных и/или коротких позиций. Такой набор "принципов торговли" легко поддается программированию, тестированию и оптимизации. В компьютерной отрасли термин применяется для обозначения совокупности сетей, компьютеров и программного обеспечения для электронного совершения операций с ценными бумагами.

**Twosided market** - двусторонний рынок - обязательство, налагаемое NASD на маркет-мейкеров выставлять твердые котировки bid и ask по каждой ценной бумаге, по которой они "делают рынок".

**Up to Bid** - термин используется в ситуации, когда маркет-мейкер повышает свою текущую цену bid до наивысшего уровня. Это бычий признак, так как маркет-мейкер будет теперь платить при покупке акций самую высокую цену среди всех маркет-мейкеров.

**U R Out** - Данное сообщение появляется на экране компьютера после успешной отмены введенного ордера. После появления такой надписи трейдер при желании может снова ввести ордер.

**Violation Short Sale** - запрещенная короткая продажа - трейдер может получить такое сообщение в окне системы ввода ордеров. Появляется оно в ситуации, когда трейдер попытался осуществить короткую продажу акций по цене "один тик вниз", что противоречит правилам NASD. Ордер немедленно автоматически отменяется.

## Электронные системы торговли

В январе 1997г. SEC приняла новые Правила обработки и исполнения ордеров (Order Handling Rules), которые полностью изменили способы торговли ценными бумагами на рынке Nasdaq. Новые правила дали возможность электронным торговым системам (Electronic Communications Networks, ECNs) напрямую выходить в Национальную рыночную систему Nasdaq.

Термин ECN используется для определения любой электронной системы, которая обеспечивает инвесторам доступ к информации об ордерах, введенных в ECN работающими на бирже или внебиржевом рынке маркет-мейкерами, и позволяет исполнять эти ордера друг против друга полностью или частично.

ECN являются частным случаем ATS (Alternative Trading System - альтернативная система торговли) и создавались они для обработки и исполнения лимит-ордеров, которые не могли быть исполнены на биржевом рынке до тех пор, пока их цена не становилась рыночной.

Все ордера, вводимые в ECN, поступают в единую книгу ордеров, представляющую собой базу данных. В основе любой ECN лежит система "подбора соответствующих ордеров" (order matching system), позволяющая автоматически исполнять противоположные (на покупку и на продажу) приказы при совпадении их некоторых параметров (актив, цена, количество).

ECN относятся к электронным системам торговли с прямым доступом, т.е. посредством данной системы ордер, причем от имени клиента, напрямую поступает на рынок. В этом заключается основное отличие ECN от онлайн-брокера, который выступает на пути ордера на рынок посредником, - обрабатывает ордер в своей внутренней системе и выводит его на рынок уже от своего имени.



Известно, что маркет-мейкеры зарабатывают на разнице между ценами покупки и продажи, так называемом спрэде. ECN дают возможность торговать "внутри спрэда", взимая за операцию фиксированную плату. Таким образом, ECN не только экономят затраты инвесторов, но и увеличивают скорость исполнения их приказов.

Наряду с низкими ценами еще одним преимуществом ECN является возможность круглосуточной торговли. Появление обширного класса индивидуальных инвесторов привело к необходимости увеличить торговую сессию и даже перейти на круглосуточные торги, чтобы удовлетворить спрос инвесторов в других часовых поясах. Поэтому возможность круглосуточной торговли рассматривается как конкурентное преимущество ECN, способное увеличить приток клиентов без дополнительных расходов. Подобная возможность для традиционной биржи была бы сопряжена с неизмеримо большими издержками, связанными с поддержанием огромной инфраструктуры. Третьим фактором привлекательности ECN является их открытость для инвесторов, которые раньше не имели прямого доступа к торгам и не могли конкурировать с брокерами-дилерами. Сегодня приказы инвесторов посредством ECN появляются на рынке и могут влиять на его динамику. И, наконец, ECN характеризуются прозрачностью, т.е. все поступившие ордера отражаются в системе, и информация по ним доступна всем участникам-подписчикам. Кроме того, лучшая заявка попадает на рынок (на конкретную торговую площадку) от имени ECN, имеющей статус маркет-мейкера.

## Альтернативные системы торговли и их регулирование

ATS является более широким понятием и обозначает организацию, ассоциацию, лицо, группу лиц или систему:

9. которая является местом для проведения рыночных торгов или предоставляет условия для сведения вместе покупателей и продавцов ценных бумаг или для осуществления в отношении ценных бумаг иных функций, традиционно выполняемых фондовой биржей; и
10. которая не устанавливает правила, определяющие поведение участников-подписчиков, не связанное с их торговой активностью через эту организацию, ассоциацию, группу лиц или систему; и не применяет к своим участникам-подписчикам наказание, иное, чем лишение их доступа к торгам.

Под подписчиком понимается любое лицо, которое вступило в договорные отношения с ATS, чтобы получить доступ в данную торговую систему в целях осуществления сделок с ценными бумагами или выставления ордеров, включая клиента, члена, пользователя или участника альтернативной торговой системы. Подписчиком, тем не менее, не может выступать национальная фондовая биржа или национальная фондовая ассоциация.

Чем работа ATS отличается от работы онлайн-брокеров? Одной из основных проблем торговли через Интернет является сама технология доступа на рынок, несовершенная, если допускается возможность обрыва связи, а последнее случается не редко, ведь большинство индивидуальных инвесторов работают дома через обычные коммутируемые телефонные линии. Кроме потери времени, затраченного на перезагрузку системы, может произойти потеря внесенных данных, в результате чего клиентский ордер будет не исполнен или исполнен дважды. Кроме того, доступ к информационно-торговым системам онлайн-брокеров осуществляется через обычные Web-браузеры, например, Internet Explorer, что не гарантирует после перезагрузки возвращение системы к тому состоянию, которое было до сбоя. Фактически клиентские ордера отсылаются онлайн-брокеру по электронной почте. Затем приказы обрабатываются во внутренней системе онлайн-брокера и направляются для исполнения на одну из торговых площадок.

Альтернативные торговые системы работают независимо от Web-браузеров и не используют HTML-протокол. Они обеспечивают своим участникам-подписчикам доступ к информации и торгам на различных площадках через специальное программное обеспечение.

Таким образом, технология ATS отличается большей скоростью и большей надежностью в том, что касается обработки и исполнения ордеров, кроме того, она предусматривает автоматическое восстановление соединения с возвращением системы к существовавшему на момент сбоя состоянию.

С апреля 1999г. в силу вступили новые правила и поправки к Regulations ATS, определяющие измененный порядок регистрации и функционирования электронных торговых систем.

В последние несколько лет SEC предприняла пересмотр своей концепции регулирования фондового рынка по причине значительных изменений в самом способе торговли ценными бумагами. Участники рынка в своей деятельности стали применять новые технологии, призванные расширить спектр, качество и ценовую составляющую предоставляемых инвесторам услуг. В частности, участники рынка разработали различные альтернативные торговые системы, предоставляющие услуги, которые традиционно являлись исключительной прерогативой зарегистрированных фондовых бирж.

В настоящее время на альтернативные торговые системы приходится около 30% ордеров по ценным бумагам, котируемым на Nasdaq Stock Market ("Nasdaq"), и почти 7% ордеров по ценным бумагам, занесенным в листинг фондовых бирж. Уже в ближайшее время ATS могут стать основным рынком для некоторых категорий ценных бумаг. Пока же это частные торговые системы, доступные только участникам-подписчикам и подпадающие под регулирование как брокеры/дилеры, а не как зарегистрированные фондовые биржи и Nasdaq.

Национальная система фондовых рынков в США задумывалась на принципах централизации, ликвидности и конкуренции. Долгое время ATS оставались за пределами национальной рыночной системы и были неподконтрольны регулирующим органам, что создавало дискриминационные условия для обычных инвесторов и почву для злоупотреблений, мошенничества и манипулирования ценами. Поэтому SEC решила восполнить пробел в законодательстве, так как ATS стали серьезными конкурентами для традиционных бирж, не подпадая в то же время под регулирование для фондовых бирж.

Одно из основных внесенных в апреле 1999г. изменений затронуло определение "биржи" (новое правило 3b-16). Традиционное определение звучало как "место для проведения торгов или набор средств и возможностей для сведения вместе продавцов и покупателей ценных бумаг или для осуществления иных функций в отношении ценных бумаг, традиционно осуществляемых фондовыми биржами".

Новое определение "биржи" стало звучать так: "любая организация, ассоциация или группа лиц, которая:

11. сводит вместе ордера многочисленных покупателей и продавцов;
12. использует строгие императивные нормы (через предоставление возможностей для торговли или через установление правил), на основе которых эти ордера взаимодействуют друг с другом, а покупатели и продавцы, размещающие эти ордера, соглашаются соблюдать данные условия совершения сделок".

На сегодняшний день законодательство разрешает большинству альтернативных систем торговли выбор между регистрацией в качестве биржи и регистрацией в качестве брокера/дилера, выбор, который будет определять применимое законодательство. Однако торговой системе, осуществляющей функции саморегулирования, не будет разрешено регистрироваться в качестве брокера/дилера. Кроме того, Комиссия может постановить, что доминирующая на рынке электронная торговая система должна быть зарегистрирована в качестве биржи. Когда объем торгов в ATS превысит некоторый уровень, Комиссия может заключить, что ее освобождение от регулирования в качестве биржи не соответствует интересам общества или целям защиты инвесторов.

## Краткая характеристика ECNs

Название ECN	Владельцы (доля собственности в %)	Клиенты	Часы работы (восточное время)	Доля рынка
Instinet	Приобретена Reuters Group PLC (100) в 1987г.	Основную часть составляют институциональные инвесторы. Доступ частным инвесторам	24 часа	Более 50

		возможен через дисконтных брокеров		%
<b>Island</b>	Datek Online Holdings (85); TA Associates (7,5); Euro@Web (7,5); TD Waterhouse (12,5)	Доступ частным инвесторам возможен через Интернет-брокера Datek Online	8:00- 20:00	20 %
<b>Rating &amp; Execution Dot Interface Book (RediBook)</b>	Spear, Leeds & Kellogg (100% при основании); Fidelity Investments (25); Donaldson, Lufkin & Jenrette (25); Charles Schwab (25).	В основном - профессиональные участники рынка	8:00- 19:00	Более 1%
<b>Bloomberg Tradebook</b>	Bloomberg LP (100)	Институциональные инвесторы	8:00- 17:15	7%
<b>Archipelago</b>	CNBC (12,4); E*Trade (12,4); Gerald Putnam/GDP, Inc (12,4); Goldman Sachs Group (12,4); Instinet (12,4); Merrill Lynch (12,4); J.P.Morgan/ American Century (12,4); Townsend Analytics (12,4); Southwest Securities (1)	Профессиональные участники; доступ частным через торговые системы MB Trader, AB Watley, Polar Trading	9:00- 18:15	3%
<b>BRUT (BRASS Utility)</b>	Sunguard Data Systems (56); Knight/Trimark Group (14); Merrill Lynch (10); Morgan Stanley Dean Witter (10); Goldman Sachs Group (10)	Участники внебиржевого рынка	8:00-17:15	
<b>NexTrade</b>	John Schaible; Mark Yegge (основатели) Индивидуальные инвесторы	Доступ частным инвесторам через зарегистрированных брокеров - участников сети	круглосуточно	
<b>Attain</b>	All-Tech Investment Group, Inc. (100)	Доступ частным инвесторам через зарегистрированных брокеров - участников сети	9:00-16:40	
<b>Strike</b>	24 владельца, включая Bear, Stearns & Co; Lehman Brothers Holdings; Paine Webber; Donaldson, Lufkin & Jenrette; Salomon Smith Barney и др.	Доступ частным инвесторам через зарегистрированных брокеров - участников сети	8:00-17:15	

## Влияние ECNs на фондовый рынок США

С того момента, как SEC в январе 1997 г. зарегистрировала 4 ECN, их количество на сегодняшний день превысило 10. Как это ни странно звучит, наиболее очевидный эффект от появления ECN проявился косвенно. Так, и NYSE и Nasdaq огласили свои планы увеличить время торговой сессии, преобразоваться в ориентированные на прибыль публичные компании, предложив на рынок свои собственные акции. Это решение во многом вызвано усилившейся конкуренцией со стороны ECN. На начало 2000г. уже три ECN подали в SEC заявление на регистрацию в качестве полноценной фондовой биржи.

Одна из причин, по которой ECN хотят зарегистрироваться в качестве биржи - получение доступа к акциям, торгуемым на NYSE. Хотя технически ECN уже сегодня могут исполнять сделки по большинству акций, занесенных в листинг NYSE, доступ к этой бирже для них ограничен. Фондовые биржи связаны электронной системой котировок, и через присоединение к ней ECN надеются расширить торги по акциям NYSE. Однако положительное решение о регистрации и функционировании ECN в качестве полноценных бирж потребует ответа на многие вопросы, например, смогут ли ECN обеспечить ликвидность рынка, и каким образом они будут регулироваться и контролироваться.

С точки зрения индивидуальных инвесторов трудно заметить какие-либо явные улучшения, принесенные появлением ECN. Индивидуальные инвесторы и сегодня для размещения своих ордеров должны обратиться к брокеру, который после обработки направит клиентский приказ маркет-мейкеру или в ECN в зависимости от того, где можно получить наилучшую цену. Однако именно здесь проявляется способность ECN экономить затраты инвестора. Во-первых, в ECN сделки исполняются компьютером, а не человеком (т.е. увеличивается скорость выполнения ордера). Во-вторых, снижается вероятность "слиппаджа" (slippage), т.е. появления разницы между ценой, по которой ордер был выставлен, и ценой, по которой он был выполнен (весьма распространенная практика брокеров). Кроме того, выполнение сделок через ECN стоит намного дешевле: к примеру, 1.5 цента за акцию у Instinet.

Возросшая конкуренция со стороны ECN, через которые брокеры могут размещать свои ордера, а не пребывать в ожидании наилучшего предложения от маркет-мейкера, побудила маркет-мейкеров сузить свои спреды. Если маркет-мейкер не предложит конкурентную цену, он рискует упустить клиентский ордер, потому что брокер перенаправит его в ECN. Конечно, индивидуальные инвесторы не смогут воспользоваться преимуществом от сужения спредов, потому что они видят информацию только по одной стороне сделки, но они смогут получить преимущество от более эффективного рынка, на котором усилилась конкуренция среди маркет-мейкеров.

Для большинства отраслей рост конкуренции рассматривается как благоприятный фактор, ведущий к повышению эффективности.

На финансовых же рынках усиление давления со стороны новых электронных торговых систем вызывает опасения, что рынок окажется раздробленным. Цель надзирающего за рынком регулирующего органа - обеспечить наиболее эффективное исполнение сделок, т.е. возможность легкого доступа к получению наилучшей цены. Если все участники рынка передают свои ордера на единый рынок, его ликвидность максимальна.

Этим и объясняются опасения, что появление на рынке новых конкурентов ухудшит ликвидность существующих традиционных рынков, разделив торговые операции между многочисленными небольшими торговыми площадками.

В США ECN уже перетянули на себя около 30% сделок с ценными бумагами, торгуемыми на Nasdaq. Три ECN, Island, Archipelago и NexTrade, подали документы на регистрацию в качестве биржи, что позволит им напрямую участвовать в торгах по акциям, занесенным в листинг NYSE. Дело в том, что сейчас действует Правило 390, предписывающее брокерам-членам NYSE осуществлять сделки с большинством акций, котируемых на NYSE Big Board, только на официально зарегистрированных биржах.

Так как инвесторы заинтересованы в ликвидности рынка, рыночные силы будут действовать в направлении концентрации торговой активности на единой площадке или на нескольких различных площадках, соединенных между собой. И первые шаги в этом направлении уже сделаны. Так, в сентябре 1999г. крупнейшими ECN и системой MarketXT, обеспечивающей торги после окончания торговой сессии (after-hours trading platform), было принято решение о создании единой книги лимит-ордеров. Централизация процесса обработки и обмена информацией должна усилить эффективность рынка и улучшить качество исполнения клиентских ордеров. Инвестор, пользующийся услугами Island, будет, например, иметь доступ к информации по лучшим ценам bid и ask в других ECN. До этого момента ECN в

часы после закрытия торгов вели отдельные книги ордеров. В обычные же торговые часы ECN связаны через систему Nasdaq SelectNet. С 1 октября прошлого года эта система увеличила продолжительность торговой сессии до 18.30.

## Краткий экскурс в историю

NASDAQ - National Association of Securities Dealers Automated Quotations - автоматизированная система котировок Национальной Ассоциации Фондовых Дилеров.

Торговые операции на рынке Nasdaq (Nasdaq Stock Market), в первой в мире электронной торговой системе, начались в 1971. Сегодня Nasdaq является самой быстрорастущей торговой площадкой в США и стоит среди фондовых рынков на втором месте в мире по объему торговли. Такое бурное развитие этого рынка объясняется его постоянной эволюцией, диктуемой возникновением новых потребностей инвесторов и публичных компаний.

- 1961** В целях улучшения общего регулирования отрасли ценных бумаг американский Конгресс дал поручение SEC (Комиссии по ценным бумагам и биржам) осуществить изучение всех сегментов рынка ценных бумаг.
- 1963** SEC опубликовала свой отчет, в котором внебиржевой рынок ценных бумаг (over-the-counter (OTC) securities market) был охарактеризован как раздробленный и нерегулируемый. SEC в качестве решения предложила автоматизацию и поручила реализацию этого решения Национальной Ассоциации фондовых дилеров (NASD).
- 1968** Началось создание автоматизированной системы для внебиржевого рынка, которая впоследствии получила название National Association of Securities Dealers Automated Quotation-или "NASDAQ".
- 1971** Первым официальным торговым днем в системе Nasdaq считается 8 февраля - первый день, когда окончательно проверенная система начала представлять средние котировки по более чем 2500 ценным бумагам внебиржевого рынка.
- 1975** Nasdaq устанавливает новые стандарты для внесения в листинг, которые обязаны соблюдать все прошедшие процедуру листинга компании. Это четко отделило ценные бумаги, торгуемые на Nasdaq, от других внебиржевых ценных бумаг.
- 1980** Nasdaq начинает выводить на экран внутренние котировки (inside quotations) - лучшие рыночные цены bid и offer. В результате оба отражаемых на экране и публикуемых спреда по акциям Nasdaq сократились более чем на 85%.
- 1982** Крупнейшие компании, котируемые на Nasdaq, отсоединились, чтобы создать Nasdaq National Market (рыночную систему Nasdaq), чьи листинговые требования отличались большей степенью строгости. Nasdaq National Market также предоставляет торговую статистику в реальном времени, что позволяет инвесторам получить более широкий доступ к рыночной информации.
- 1984** Nasdaq вводит в действие Систему исполнения малых ордеров (Small Order Execution System, SOES). Предназначенная для автоматического исполнения малых приказов против лучших котировок, SOES расширила торговую мощность и эффективность Nasdaq.
- 1986** Совет управляющих ФРС предоставил Nasdaq National Market разрешение на торговлю с маржей, что означало возможность для клиентов использовать брокерский кредит при покупке ценных бумаг.



- 1990** Nasdaq официально меняет название на "The Nasdaq Stock Market". Создание электронного информационного табло внебиржевого рынка (OTC Bulletin Board, OTCBB) предоставило инвесторам информацию и доступ к ценным бумагам, не котируемым на Nasdaq.
- 1991** Ценные бумаги, торгуемые на Nasdaq National Market, достигли по "законам голубого неба" (законы штатов, регулирующие регистрацию и предложение новых ценных бумаг) того же статуса, что и бумаги, котируемые на NYSE и AMEX. (Прим. Закон 1996 г. National Securities Market Improvement Act предписал, что все штаты обязаны освобождать ценные бумаги, котируемые на Nasdaq National Market, от регулирования по "законам голубого неба").
- 1992** Начинает функционировать система Nasdaq International Service, позволяющая осуществлять операции с бумагами Nasdaq National Market в ранние утренние часы, с момента открытия финансовых рынков в Лондоне. Начато предоставление торговой статистики в реальном времени для Nasdaq SmallCap Market (торговая система для акций компаний с малой капитализацией).
- 1994** Год, явившийся поворотным пунктом. Nasdaq Stock Market превзошел Нью-Йоркскую фондовую биржу NYSE по годовому обороту акций.
- 1997** SEC одобрила запрос Nasdaq на начало котировки по 1/16 доллара для акций, цена которых превышает \$10. Nasdaq принимает новые правила порядка исполнения ордеров. Вместе с переходом Nasdaq на котировку по 1/16 данные правила способствовали установлению лучших цен и сокращению среднего спреда на 40%.
- 1998** Слияние NASD и AMEX привело к созданию рыночной группы Nasdaq-Amex Market Group.

## Особенности структуры рынка Nasdaq

С момента своего создания в 1971 электронный рынок Nasdaq по темпам своего развития стабильно превосходил другие рынки ценных бумаг, и сегодня он является самой быстрорастущей торговой площадкой США. В отличие от традиционных биржевых рынков Nasdaq не предполагает существование конкретного специалиста, через которого осуществляются сделки. Структура рынка Nasdaq позволяет осуществлять торговые операции многочисленным участникам рынка через сложную компьютерную сеть, связывающую покупателей и продавцов во всем мире. Участники рынка помогают обеспечивать прозрачность и ликвидность ценных бумаг в условиях поддержания систематизированной работы рынка под строгим контролем регулирующих органов.

В состав **Nasdaq Stock Market** входят два рынка:

- **The Nasdaq National Market (Национальная Рыночная Система Nasdaq).**

В листинг Nasdaq National Market, рынка для наиболее активно торгуемых на Nasdaq ценных бумаг крупнейших компаний-эмитентов, входит более чем 4,400 ценных бумаг. Для получения котировки на National Market компания должна соответствовать строгим критериям в отношении финансового положения, капитализации и корпоративного управления.

- **The Nasdaq SmallCap Market (Рынок Nasdaq для акций компаний малой капитализации).**

В листинг Nasdaq SmallCap Market, рынка для молодых и быстрорастущих компаний, входит около 1,800 ценных бумаг. Так как на этом сегменте Nasdaq торгуются акции компаний с меньшей капитализацией, требования для получения котировки здесь несколько мягче, чем на Nasdaq National Market, это относится и к финансовому состоянию компании-эмитента, и к корпоративному управлению. С наращиванием "веса" компании с малой капитализацией часто переходят на Nasdaq National Market.

Действующие в настоящий момент поправки к листинговым требованиям Nasdaq Stock Market, которые были одобрены SEC 22 августа 1997, еще более ужесточили и количественные и качественные требования к эмитентам, внесенным в листинг Nasdaq. Впервые требования к корпоративной политике, применяемые на Nasdaq National Market, распространились и на Nasdaq SmallCap Market, что существенно повысило пороговый уровень для прохождения процедуры листинга на Nasdaq SmallCap Market.

Ниже приводится краткое описание внесенных изменений:

**Минимально требуемый уровень цены bid (покупки) для обыкновенных и привилегированных акций составляет \$1.**

Обыкновенные и привилегированные акции должны иметь минимальную цену bid \$1. Данное требование обеспечивает защиту от определенного рода рыночной активности, связанной с "дешевыми" ценными бумагами, а также способствует росту доверия к рынку. Nasdaq является единственным рынком, имеющим требование минимальной цены bid.

**Ужесточение количественных требований.**

Данное ужесточение требований к финансовому состоянию призвано улучшить качество и стабильность компаний, торгуемых на Nasdaq, и расширить для них возможности привлечения дополнительного капитала.

**Принятие требования о взаимной проверке (Peer Review Requirement).**

Деловая практика всех независимых аудиторов, проверяющих компании, занесенные в листинг Nasdaq, должна подлежать контролю в рамках какой-либо программы взаимной проверки, например, AICPA SEC Practice Section peer review program. Такая программа предполагает, что каждые три года должна осуществляться взаимная проверка качества услуг аудиторских компаний.

**Принятие требований к корпоративной политике.**

Основные требования к корпоративной политике для компаний, внесенных в листинг Nasdaq SmallCap Market:

- Рассылка годовых и промежуточных отчетов
- Существование как минимум двух независимых директоров
- Ревизионный комитет, большинство в котором представляют независимые директора
- Проведение ежегодного собрания акционеров
- Соблюдения кворума
- Порядок заочного голосования
- Рассмотрение конфликта интересов
- Необходимость одобрения акционеров в отношении некоторых действий компании
- Реализация права голоса на собрании акционеров

Новые требования Nasdaq направлены на защиту интересов инвесторов в рамках улучшения качества работы Nasdaq Stock Market.

**Требования Nasdaq SmallCap Market**

Требование	Первоначальн ый листинг	Продолжение листинга
Чистые материальные активы <sup>1</sup>	\$4 миллиона или	\$2 миллиона или
Рыночная капитализация	\$50 миллионов или	\$35 миллионов или
Чистая прибыль (в последнем финансовом году или двух из последних 3 финансовых лет)	\$750,000	\$500,000
Количество акций в обращении, находящееся в руках у обычных инвесторов <sup>2</sup>	1 миллион	500,000
Рыночная стоимость акций в руках у обычных инвесторов	\$5 миллионов	\$1 миллион
Минимальная цена bid	\$4	\$1
Число маркет-мейкеров	3	2
Число акционеров (держателей стандартных пакетов) <sup>3</sup>	300	300
Продолжительность деятельности <sup>4</sup>	1 год или	Нет

Рыночная капитализация	\$50 миллионов	
Корпоративная политика	Да	Да

<sup>1</sup> Для начала листинга или его продолжения компания должна удовлетворять одному из следующих требований: размер чистых материальных активов (чистые материальные активы означают совокупные активы за минусом "неосязаемых" активов и суммы всех обязательств), или размер рыночной капитализации или размер чистой прибыли.

<sup>2</sup> "Public float" определяется как количество акций в обращении, не находящихся прямо или косвенно в руках высших руководящих лиц или директоров компании-эмитента или иных лиц, являющихся бенефициарными собственниками более чем 10%-ного пакета акций.

<sup>3</sup> Держателями стандартных лотов (round lot holders) считаются держатели 100 или более акций.

<sup>4</sup> Если история деятельности компании не превышает 1 года, для первоначального листинга требуется, чтобы ее рыночная капитализация была не менее \$50 миллионов.

## Nasdaq: Рыночные участники

Одно из основных отличий Nasdaq Stock Market от других американских фондовых рынков - его структура, предполагающая большое число рыночных участников, осуществляющих операции с ценными бумагами через сложную компьютерную и телекоммуникационную сеть.

Участники рынка подразделяются на две категории:

- Маркет-мейкеры - дилеры, обеспечивающие денежный поток и открыто конкурирующие друг с другом за ордера инвесторов на покупку/продажу ценных бумаг, и
- Электронные торговые системы (Electronic Communications Networks, ECNs), через которые на Nasdaq поступают дополнительные клиентские ордера.

Почти так же, как многочисленные распространители помогают удовлетворить возросший потребительский спрос на товары или услуги компании, участники рынка Nasdaq способствуют созданию условий для покупки/продажи ее акций. Участие маркет-мейкеров и ECNs предоставляет компании-эмитенту более широкие возможности для выхода на рынок и привлечения капитала.

## Nasdaq: Маркет-мейкеры

Как участники рынка Nasdaq маркет-мейкеры являются независимыми дилерами, активно конкурирующими между собой за ордера инвесторов через выставление котировок, отражающих их интерес к покупке/продаже ценных бумаг, котируемых на Nasdaq. Все маркет-мейкеры имеют равные возможности доступа в торговую систему Nasdaq, которая передает их котировки одновременно всем рыночным участникам. Находясь в постоянной готовности купить или продать те или иные акции, маркет-мейкеры предоставляют всем компаниям, занесенным в листинг Nasdaq, уникальную услугу. Как результат, совместная деятельность маркет-мейкеров помогает удовлетворить спрос со стороны клиентов и создать все условия для текущей непрерывной торговли. В настоящее время более 500 фирм маркет-мейкеров оказывают спонсорскую поддержку ценным бумагам, котируемым на Nasdaq.

Все маркет-мейкеры обязаны:

- Раскрывать свой интерес к покупке/продаже путем выставления двусторонних котировок по всем акциям, по которым они зарегистрированы как маркет-мейкеры.
- Выставлять котировки и ордера в соответствии с Правилами обработки ордеров SEC (the Securities and Exchange Commission's Order Handling Rules).
- Соблюдать выставленные котировки и своевременно предоставлять торговую отчетность. Несоблюдение данному требованию может привести к дисциплинарному наказанию.

### Категории фирм - маркет-мейкеров:

- **Розничный маркет-мейкер** имеет розничную брокерскую сеть, обслуживающую индивидуальных инвесторов и обеспечивающую постоянный поток ордеров или возможности для продажи. Данный поток ордеров способствует росту ликвидности торгуемых акций и поддержанию стабильности на рынке.
- **Институциональный маркет-мейкер** специализируется на выполнении крупных пакетов ордеров для пенсионных и взаимных фондов, страховых компаний и компаний по управлению капиталом.
- **Региональный маркет-мейкер** работает с компаниями и инвесторами определенного региона. Региональный маркет-мейкер обладает преимуществом глубокого знания ценных бумаг и инвесторов определенного региона.
- **Оптовый маркет-мейкер** осуществляет операции для институциональных клиентов и для других брокеров/дилеров, которые не зарегистрированы как маркет-мейкеры по акциям той или иной компании, и нуждаются в исполнении клиентских ордеров по этим бумагам. Оптовые маркет-мейкеры помогают обеспечивать ликвидность рынка, являясь важнейшим источником акций для розничных, институциональных и региональных маркет-мейкеров.

## Nasdaq: ECNs

Электронные торговые системы (ECNs) вышли на рынок Nasdaq в качестве участников не так давно. Эти частные системы торговли были встроены в структуру рынка Nasdaq в 1997, когда на Nasdaq были приняты новые правила обработки ордеров SEC. Чтобы получить доступ на Nasdaq, ECN должна быть сертифицирована SEC и зарегистрирована на Nasdaq и в NASD Regulation. Когда маркет-мейкер использует ECN для выставления ордера, ордер сначала проходит через ECN в поиске подходящего противоположного предложения, а затем уже размещается в электронном виде на Nasdaq как котировка от ECN. Ордер, прошедший такой путь, может быть исполнен или на Nasdaq, или в ECN, если в торговой системе позднее появились подходящие противоположные ордера.

ECN	Рыночный Участник Идентификационный код
Archipelago L.L.C.	#ARCA
Attain	#ATTN
B-Trade Services L.L.C.	#BTRD
The BRASS Utility	#BRUT
Instinet Corporation	#INCA
The Island ECN	#ISLD
NexTrade	#NTRD
Spears, Leeds & Kellogg	#REDI
Strike Technologies	#STRK
На апрель 99г.	

Ордера на покупку/продажу, которые представлены на Nasdaq через котировки ECNs, являются ордерами, поступившими в ECN от подписавшихся на ее услуги брокеров/дилеров или институциональных инвесторов. Лучшие ордера ECN на покупку или продажу (или "top of book") часто двигают внутренний рынок (inside market), что означает, что они являются лучшими ценами bid/ask по данной ценной бумаге. Кроме того, ECNs предоставляют институциональным инвесторам и маркет-мейкерам возможность анонимно вводить ордера. Являясь участниками рынка Nasdaq, ECNs стимулируют усиление конкуренции между маркет-мейкерами и способствуют росту ликвидности рынка. Результатом являются лучшие цены для инвесторов.

## Nasdaq: Поток ордеров

На рынке Nasdaq каждый маркет-мейкер вступает в конкуренцию за поток клиентских ордеров путем выведения на экран цен bid (покупка) и ask (продажа). При получении ордера маркет-мейкер немедленно покупает или продает по своему собственному счету или ищет другую сторону по сделке до тех пор, пока ордер не исполнен, что часто занимает всего несколько секунд. Маркет-мейкеры могут

взаимодействовать при исполнении рыночных ордеров, пришедших на Nasdaq через ECNs и брокеров/дилеров. Так как сделки на Nasdaq осуществляют многочисленные участники, колебания в объемах торгов могут быстро гаситься - даже в дни особенно активной торговли. В отличие от традиционных биржевых рынков никаких остановок или дисбалансов при торгах на Nasdaq произойти не может.

## Nasdaq: Ценообразование

На Nasdaq цена акций определяется во многом так же, как и на рынке товаров и услуг, и влияние на нее оказывают следующие факторы:

- **Спрос и предложение.** Соотношение между спросом на акции и тем количеством акций, которое существует в настоящий момент на рынке, может значительно повлиять на их цену. Кроме того, так же, как можно оказывать воздействие на спрос на товары и услуги путем проведения успешной рекламной кампании или грамотного построения связей с общественностью, можно влиять на спрос на акции путем повышения интереса к ним у инвесторов и аналитиков.
- **Неподконтрольные внешние факторы.** На цену акций могут оказывать влияние рекомендации аналитиков в отношении инвестиционной привлекательности той или иной компании, сектора или отрасли, а также такие факторы, как состояние экономики, уровень процентных ставок, государственное регулирование, цена золота и другие фундаментальные параметры. Среди внешних факторов можно отметить новости о внутренних и международных событиях.

## Nasdaq: Торговая активность

До недавнего времени торговая активность на Nasdaq Stock Market была основана на выставлении котировок. Маркет-мейкеры Nasdaq конкурировали за клиентские ордера через выведение на экран своих цен покупки/продажи. На традиционных биржевых рынках торговая активность основывается на движении ордеров, т.е. своего рода движущей силой здесь выступает поток входящих ордеров на покупку/ продажу.

В 1997 на рынке Nasdaq были введены новые правила обработки ордеров, которые требуют, чтобы часть клиентских лимит-ордеров отражалась в списке котировок и маркет-мейкеров и ECNs. В результате сегодня на рынке Nasdaq движущими силами выступают и котировки, и поток ордеров. Nasdaq стал приобретать черты так называемого "гибридного" рынка.

Гибридный рынок

- Организационная структура внебиржевого рынка;
- Движущими силами выступают потоки котировок и ордеров;
- Рыночные участники, вступающие в конкуренцию друг с другом;
- Денежный поток формируется многочисленными фирмами:
- Корпоративные финансы;
- Розничные продажи;
- Институциональные продажи;
- Аналитические исследования;
- Постоянный поток ордеров.



## Котировки Nasdaq Level II

Рыночная система NASDAQ предоставляет инвесторам доступ к различным уровням котировок, что подразумевает получение различного объема информации о присутствующих на рынке маркет-мейкерах, их ценах и текущих объемах торгов. **Level I** (Уровень 1) - электронная система, позволяющая видеть только лучшие цены bid и ask, т.е. только первый уровень котировок. **Level II** (Уровень 2) дает информацию по котировкам маркет-мейкеров и специалистов и позволяет видеть "глубину рынка" для конкретной акции, т.е. спрос на нее, могущий оказать давление на существующие лучшие цены bid и ask, и характеризующий силу возможного сопротивления падению или росту цены.

**Level II** представляет информацию в окнах-панелях, пользуясь для облегчения ее восприятия выделением различным цветом. **Level II** не только показывает лучшие цены bid/ask, но также идущие следом за ними вторые и третьи цены.

Окна электронной системы **Level II**, которые называют также "окнами маркет-мейкеров" (Market Maker Windows), состоят из двух панелей.

В верхней панели обычно отражаются цены **Level I** (лучшие цены bid/ask), дневной объем торгов, высшая и низшая цена за день, цена закрытия предыдущего дня и изменение по сравнению с ценой сегодняшнего открытия. В нижней панели содержится информация по маркет-мейкерам для каждого уровня цены, а также количество предлагаемых ими для сделки акций, причем каждый уровень цены выделен своим цветом. Выбор цвета не несет никакой нагрузки, он просто служит для разделения блоков данных для различных ценовых уровней.

**Интерес (сила)** определяется числом маркет-мейкеров (и количеством выставляемых ими акций) для каждого ценового уровня. Посмотрите на приводимое в примере первое окно Level II для акций VECO. В левой половине нижней панели показаны маркет-мейкеры, "стоящие в очереди" на покупку акций по цене 27 15/16, 27 7/8 и 27 3/4 (разница между высшей и низшей ценой, выведенной на экран, составляет 3/16). В правой половине нижней панели отражаются цены ask маркет-мейкеров (разница между наименьшей и наибольшей запрашиваемой ценой продажи составляет здесь 3/4).

## Окна маркет-мейкеров

**В приводимом примере цена акций растет. На стороне ask маркет-мейкеры более быстрыми темпами толкают цену вверх, а маркет-мейкеры на стороне bid желают купить акции по цене, не отклоняющейся сильно от лучшей цены bid.**

Соотношение числа маркет-мейкеров, представленных в списке для трех первых уровней цены, составляет "1 - 3 - 5 / 1 - 1 - 1" по сторонам bid и ask соответственно. Цифры "1- 3 - 5" можно трактовать, как большой интерес (силу) на стороне bid (т.е. цена в случае начала продаж не будет падать слишком быстро). Цифры "1 - 1 - 1" показывают только по одному маркет-мейкеру для каждого уровня цены на стороне ask (т.е. цена в случае начала покупок будет расти достаточно быстро). Далее на примере можно будет убедиться, что начало покупок вызывает рост цены.

На данном этапе можно наблюдать большой интерес по стороне bid, и не такой большой интерес по стороне ask. Неожиданно появляется благоприятная новость о компании VECO.

<b>VECC</b>						28 1/8	↑	+27/32	500	t	↔
High	28 1/2	Low	25 5/8	Acc. Vol.	256900						
Bid	↑ 27 15/16	Ask	28	Close	27 9/32						
Name	Bid	Size	Name	Ask	Size						
ISLD	27 15/16	10	NEED	28	10						
MONT	27 7/8	10	BTAB	28 1/4	10						
SNDV	27 7/8	10	SUTR	28 3/8	10						
TSCO	27 7/8	10	ISLD	28 1/2	10						
ADAM	27 3/4	10	NAWE	28 3/4	10						
JBOC	27 3/4	10	PWJC	28 3/4	6						
INCA	27 3/4	30	MONT	28 7/8	10						
NITE	27 3/4	8	CANT	28 7/8	10						
PWJC	27 3/4	10	TSCO	28 7/8	10						
<b>VECC</b>						28 1/8	↑	+27/32	500	t	↔
High	28 1/2	Low	25 5/8	Acc. Vol.	256900						
Bid	↑ 27 15/16	Ask	28	Close	27 9/32						
Name	Bid	Size	Name	Ask	Size						
ISLD	27 15/16	10	NEED	28	10						
MONT	27 7/8	10	BTAB	28 1/4	10						
SNDV	27 7/8	10	SUTR	28 3/8	10						
TSCO	27 7/8	10	ISLD	28 1/2	10						
ADAM	27 3/4	10	NAWE	28 3/4	10						
JBOC	27 3/4	10	PWJC	28 3/4	6						
INCA	27 3/4	30	MONT	28 7/8	10						
NITE	27 3/4	8	CANT	28 7/8	10						
PWJC	27 3/4	10	TSCO	28 7/8	10						
<b>VECC</b>						28 1/4	↑	+31/32	500	t	↔
High	28 1/2	Low	25 5/8	Acc. Vol.	259500						
Bid	↑ 28	Ask	28 3/16	Close	27 9/32						
Name	Bid	Size	Name	Ask	Size						
ISLD	28	4	ISLD	28 3/16	10						
MONT	27 7/8	10	BTAB	28 1/4	10						
SNDV	27 7/8	10	NEED	28 1/4	10						
TSCO	27 7/8	10	SUTR	28 3/8	10						
ADAM	27 3/4	10	PWJC	28 3/4	6						
JBOC	27 3/4	10	MONT	28 7/8	10						
INCA	27 3/4	30	TSCO	28 7/8	10						
NITE	27 3/4	8	CANT	28 7/8	10						
PWJC	27 3/4	10	NAWE	28 7/8	10						
<b>VECC</b>						28 1/4	↑	+31/32	2500	t	↔
High	28 1/2	Low	25 5/8	Acc. Vol.	263200						
Bid	↑ 28 1/16	Ask	28 3/16	Close	27 9/32						
Name	Bid	Size	Name	Ask	Size						
INCA	28 1/16	15	ISLD	28 3/16	20						
ISLD	28	4	BTAB	28 1/4	10						
MONT	27 7/8	10	NEED	28 1/4	10						
SNDV	27 7/8	10	SUTR	28 3/8	10						
ADAM	27 3/4	10	PWJC	28 3/4	6						
JBOC	27 3/4	10	TSCO	28 3/4	10						
NITE	27 3/4	8	MONT	28 7/8	10						
PWJC	27 3/4	10	CANT	28 7/8	10						
TSCO	27 3/4	10	NAWE	28 7/8	10						

Инвесторы быстро начинают покупать пакеты по 500 и 1,000 акций. NEED поднимает свою цену ask до 281/4, а ISLD опережает BTAB, предложив цену ask 28 3/16, и поднимает цену bid на 1/16.

INCA выходит на первое место, выставив bid на 1/16 выше, чем у ISLD. TSCO по непонятной причине понижает цены bid и ask с 7/8 до 3/4.

<b>VECC</b>	28 1/8	↓	+27/32	100	t	↓
High	28 1/2	Low	25 5/8	Acc. Vol.	265700	
Bid ↑	28 1/8	Ask	28 3/16	Close	27 9/32	

Name	Bid	Size	Name	Ask	Size
SHWD	28 1/8	10	ISLD	28 3/16	1
INCA	28 1/8	9	BTAB	28 1/4	10
ISLD	28 1/8	11	MASH	28 1/2	4
MONTE	27 7/8	10	TSCO	28 3/4	10
SNDV	27 7/8	10	PWJC	28 3/4	10
JBOC	27 7/8	10	NEED	28 3/4	10
ADAM	27 3/4	10	MONTE	28 7/8	10
NITE	27 3/4	8	CANT	28 7/8	10
TSCO	27 3/4	10	JBOC	28	10

INCA увеличивает цену bid с 1/16 до 1/8, SHWD и ISLD также присоединяются к ценовому блоку 28 1/8, желая привлечь продавцов. NEED поднимает цену ask с 1/4 до 3/4, SUTR покидает список, в котором появляется MASH с ценой 28 1/2. Начинается процесс сближения цен маркет-мейкеров на более высоком уровне для удовлетворения возросшего спроса на акции.

<b>VECC</b>	28 1/4	↑	+31/32	1000	t	↓
High	28 1/2	Low	25 5/8	Acc. Vol.	272800	
Bid ↑	28 3/16	Ask	28 1/4	Close	27 9/32	

Name	Bid	Size	Name	Ask	Size
ISLD	28 3/16	10	BTAB	28 1/4	10
SHWD	28 1/8	10	MASH	28 1/2	4
INCA	28 1/8	9	ISLD	28 5/8	3
TSCO	28 1/8	10	PWJC	28 3/4	10
MONTE	27 7/8	10	NEED	28 3/4	10
SNDV	27 7/8	10	MONTE	28 7/8	10
JBOC	27 7/8	10	CANT	28 7/8	10
ADAM	27 3/4	10	JBOC	29	10
NITE	27 3/4	8	PWJC	29	10

ISLD выходит на первое место по стороне bid и опускается на третье место по стороне ask. Обратите внимание, что цветовые блоки по стороне bid намного шире (большой интерес), чем по стороне ask. Это признак того, что цена растет.

<b>VECC</b>	28 1/4	↑	+31/32	100	t	↓
High	28 1/2	Low	25 5/8	Acc. Vol.	272900	
Bid ↑	28 3/16	Ask	28 1/2	Close	27 9/32	

Name	Bid	Size	Name	Ask	Size
ISLD	28 3/16	10	MASH	28 1/2	4
SHWD	28 1/8	10	BTAB	28 1/2	10
INCA	28 1/8	9	PWJC	28 3/4	10
TSCO	28 1/8	10	NEED	28 3/4	10
MONTE	27 7/8	10	ISLD	28 3/4	33
SNDV	27 7/8	10	MONTE	28 7/8	10
JBOC	27 7/8	10	CANT	28 7/8	10
ADAM	27 3/4	10	JBOC	29	10
NITE	27 3/4	8	MASH	29 1/8	10

BTAB увеличивает цену ask на 1/4 до 1/2 и присоединяется к MASH, ISLD поднимает цену ask на 1/8 до 3/4 и входит в один ценовой блок с PWJC и NEED. Маркет-мейкеры постепенно поднимают цену.

<b>VECC</b>	28 1/4	↑	+31/32	1000	t	↓
High	28 1/2	Low	25 5/8	Acc. Vol.	273900	
Bid ↑	28 1/4	Ask	28 1/2	Close	27 9/32	

Name	Bid	Size	Name	Ask	Size
ISLD	28 1/4	10	MASH	28 1/2	4
SHWD	28 1/8	10	PWJC	28 3/4	10
INCA	28 1/8	9	NEED	28 3/4	10
TSCO	28 1/8	10	ISLD	28 3/4	33
BTAB	28	10	MONTE	28 7/8	10
MONTE	27 7/8	10	CANT	28 7/8	10
SNDV	27 7/8	10	JBOC	29	10
JBOC	27 7/8	10	BTAB	29	10
ADAM	27 3/4	10	MASH	29 1/8	10

BTAB готовится покинуть список, а ISLD увеличивает цену bid еще на 1/16. Обратите внимание, что дробные составляющие цен bid и ask 3/16 x 1/2 (на верхней панели экрана) сменились на значения 1/4 x 1/2.

<b>VECO</b>		28 1/2	↑	+1 7/32	400	t	⌵
High	28 1/2	Low	25 5/8	Acc. Vol.	277300		
Bid ↑	28 5/16	Ask	28 3/4	Close	27 9/32		
Name	Bid	Size	Name	Ask	Size		
ISLD	28 5/16	10	PWJC	28 3/4	10		
TSCO	28 1/4	10	NEED	28 3/4	10		
SHWD	28 1/8	10	ISLD	28 3/4	33		
INCA	28 1/8	9	MONT	28 7/8	10		
BTAB	28	10	CANT	28 7/8	10		
MONT	27 7/8	10	JBOC	29	10		
SNDV	27 7/8	10	BTAB	29	10		
JBOC	27 7/8	10	NAWE	29 1/8	10		
DLJM	27 3/4	10	DLJP	29 1/4	10		

<b>VECO</b>		28 1/2	↑	+1 7/32	400	t	⌵
High	28 1/2	Low	25 5/8	Acc. Vol.	277300		
Bid ↑	28 3/8	Ask	28 3/4	Close	27 9/32		
Name	Bid	Size	Name	Ask	Size		
TSCO	28 1/2	10	PWJC	28 3/4	10		
ISLD	28 3/8	10	NEED	28 3/4	10		
SHWD	28 1/8	10	ISLD	28 3/4	30		
INCA	28 1/8	9	MONT	28 7/8	10		
BTAB	28	10	CANT	28 7/8	10		
MONT	27 7/8	10	JBOC	29	10		
SNDV	27 7/8	10	NAWE	29 1/8	10		
JBOC	27 7/8	10	DLJP	29 1/4	10		
DLJM	27 3/4	10	NITE	29 1/4	10		

<b>VECO</b>		28 11/16	↑	+1 13/32	200	t	⌵
High	28 3/4	Low	25 5/8	Acc. Vol.	280500		
Bid ↑	28 5/8	Ask	28 3/4	Close	27 9/32		
Name	Bid	Size	Name	Ask	Size		
INCA	28 5/8	10	PWJC	28 3/4	10		
TSCO	28 1/2	10	BTAB	28 3/4	10		
NEED	28 1/4	10	ISLD	28 3/4	20		
SHWD	28 1/8	10	MONT	28 7/8	10		
NITE	28	10	CANT	29	10		
BTAB	28	10	NAWE	29 1/8	10		
JBOC	28	10	DLJP	29 1/4	10		
MONT	27 7/8	10	SHWD	29 1/4	10		
SNDV	27 7/8	10	HRZG	29 1/4	10		

MASH покидает список маркет-мейкеров с лучшими ценами, ISLD поднимает цену bid еще на 1/16, TSCO поднимает цену bid с 1/8 до 1/4. Соотношение дробных составляющих цен bid и ask теперь выглядит как 5/16 x 3/4.

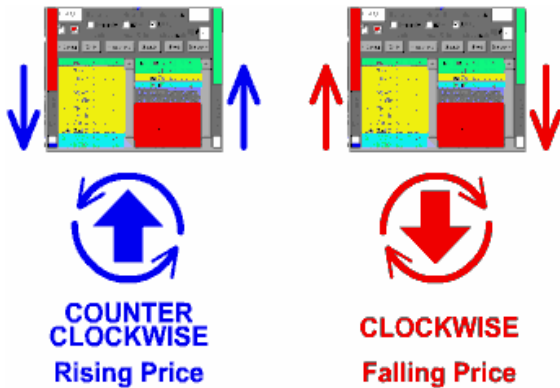
ISLD прибавляет еще 1/16 к своей цене bid, а TSCO выходит вперед с лучшей ценой bid 28 1/2. По последним четырем окнам можно заметить, что ценовые блоки по стороне ask приобрели большую силу (теперь они намного шире цветовых блоков по стороне bid). Это свидетельствует об ослаблении существующей тенденции и неизбежности перелома.

INCA выходит на первое место с новой ценой bid 28 5/8, а лучшая цена ask остается на прежнем уровне 28 3/4. Восходящий тренд замедлился.

## Правило часовой стрелки и окна времени и продаж

Когда движение цены происходит быстро, только опытные трейдеры могут уследить за перемещениями в списке маркет-мейкеров и изменениями ценовых уровней и количества предлагаемых к сделке акций. Трейдерам-новичкам основное внимание следует уделить изменению верхней цены bid и ask, скорости этого изменения, паузам в динамике (указывающим на возможность перелома), и интерес (число маркет-мейкеров и количество предлагаемых к сделке акций по каждому уровню цены). Для более быстрой

интерпретации происходящих на экране изменений можно воспользоваться **правилом часовой стрелки**:



**Движение ценовых уровней против часовой стрелки = рост цены.** Свидетельством роста цены акций является увеличение котировок по стороне ask, и давление вниз на котировки по стороне bid. На верхней панели окна происходит увеличение лучших цен bid и ask.

**Движение ценовых уровней по часовой стрелке = падение цены.** Свидетельством падающей цены акций являются уверенно растущие котировки по стороне bid и снижающие котировки по стороне ask. На верхней панели окна происходит постепенное снижение лучших цен bid и ask.

На практике окно маркет-мейкеров следует использовать вместе с окном времени и продаж (Time and Sales window). Окно маркет-мейкера показывает только уровень предлагаемых цен bid и offer, а окно времени и продаж предоставляет информацию о реально заключаемых сделках, что является более показательным индикатором спроса. Котировки, появляющиеся в окне маркет-мейкеров, зачастую значительно отличаются от реальных текущих цен bid/ask, особенно в момент активных торгов, в первые минуты сессии и при возобновлении торгов после перерыва. Вы можете видеть цены маркет-мейкеров bid/ask на уровне  $1/2 \times 3/4$ , тогда как текущие сделки осуществляются по  $1/4 \times 3/8$ . Маркет-мейкеры иногда прибегают к манипулированию ценами, чтобы ввести в заблуждение неопытных трейдеров и заставить их действовать в своих интересах.

Некоторые из окон времени и продаж не имеют никаких цветовых обозначений. На некоторых T/S окнах тик вниз отображается красным цветом, а тик вверх - синим цветом.



Time	Price	Volume
15:56	23 15/16	700
15:56	23 15/16	300
15:56	23 15/16	300
15:57	23 7/8	100
15:57	23 7/8	100
15:57	23 7/8	100
15:57	23 13/16	500
15:57	23 15/16	500
15:57	23 15/16	1000
15:57	23 15/16	400
15:57	23 7/8	1000
15:57	23 7/8	500
15:57	23 15/16	500
15:57	23 15/16	200
15:58	23 15/16	500
15:58	23 15/16	500
15:58	23 15/16	200
15:58	23 15/16	800
15:58	23 15/16	1800
15:59	23 15/16	500
15:59	23 7/8	900
15:59	23 7/8	900
15:59	23 15/16	200
15:59	23 15/16	200
15:59	23 15/16	300
15:59	23 15/16	300
15:59	23 15/16	400
15:59	23 3/4	70000
15:59	23 15/16	500
15:59	23 15/16	1000
15:59	23 15/16	800
15:59	23 15/16	1000
15:59	23 7/8	20000

В нашем примере цены реальных сделок выделены желтым цветом, а количество - белым цветом. Обычно единственный способ определить покупают или продают трейдеры - посмотреть, совпадают ли цены реальных сделок с ценами bid и ask на экране маркет-мейкеров. Если сделки осуществляются на уровне bid (23 7/8), это означает, что трейдеры продают акции, и существует вероятность, что цена пойдет вниз. Если сделки осуществляются на уровне ask (23 15/16), это свидетельствует о растущем спросе на акции и означает, что цена с большей вероятностью пойдет вверх.

SMART MODULAR TECHNOLOGIES INC						
SMOD	23 7/8	↓	+7/8	20000	t	15
High	24 1/2	Low	23 1/8	Acc. Vol.	866300	
Bid ↑	23 7/8	Ask	23 15/16	Close	23	
ID	Bid	Size	ID	Ask	Size	
ISLD	23 7/8	10	INCA	23 15/16	32	
NITE	23 7/8	16	OLDE	23 15/16	2	
MASH	23 7/8	3	TSCO	24	30	
SHWD	23 3/4	1	BEST	24	10	
COWN	23 1/2	10	MASH	24	5	
MONT	23 1/4	10	NITE	24 1/16	2	
DLJP	23 3/16	10	PERT	24 1/8	2	
OPCO	23 3/16	10	DLJP	24 3/16	10	
PERT	23 1/8	10	ISLD	24 3/16	3	
MSCO	23	10	MSCO	24 1/2	10	

Сделки с количеством акций 70,000 и 20,000 могут преследовать цель проверить активность рынка, и отчетность по ним поступает несвоевременно. Чаще всего эти сделки осуществляются институциональными инвесторами или иными крупными игроками (так как они часто обладают большей информацией, нежели обычные инвесторы).

## Краткое описание OTC Bulletin Board - информационного табло внебиржевого рынка ценных бумаг

OTC Bulletin Board (OTCBB) - электронное информационное табло, установленное Национальной ассоциацией биржевых дилеров (NASD) в июне 1990 г. и являющееся котировочной службой, предоставляющей в реальном времени котировки, данные о ценах последних продаж и объемах торгов по ценным бумагам внебиржевого рынка. Под ценными бумагами внебиржевого рынка понимаются ценные бумаги, не внесенные в листинг и не торгуемые на Nasdaq или какой-либо национальной фондовой бирже. К ценным бумагам, котируемым на OTCBB, относятся национальные, региональные и иностранные выпуски акций, варранты, паи, американские депозитарные расписки (American Depositary Receipts, ADRs) и Программы Прямого участия (Direct Participation Programs, DPPs).

- OTCBB является службой котировок для своих членов, имеющих доступ, а не листинговой службой для эмитентов. OTCBB не следует путать с Nasdaq Stock Market.
- К эмитентам не предъявляются никакие минимальные количественные стандарты, которым нужно соответствовать для получения котировки на OTCBB; однако новые Правила Соответствия (Eligibility Rule) ограничивают возможность получения котировки на OTCBB ценными бумагами тех эмитентов, которые подают регулярную отчетность в SEC или иной регулирующий орган.
- Эмитенты не несут никаких обязательств по регистрации и отчетности ни перед Nasdaq Stock Market, Inc., ни NASD. От маркет-мейкеров требуется предоставление регулярных финансовых отчетов, выполненных эмитентами OTCBB для SEC или иной регулирующей инстанции, как это предписано в Правилах Соответствия.
- У Nasdaq не существует никаких деловых отношений с эмитентами ценных бумаг, котируемых на OTCBB.
- Инвесторы, намеревающиеся осуществлять операции с ценными бумагами на OTCBB, должны обратиться к брокеру/дилеру. Обычные инвесторы не имеют прямого доступа к услугам OTCBB.
- Правила SEC в отношении порядка исполнения ордеров (The Securities and Exchange Commission's Order-Handling Rules), применяемые к ценным бумагам, занесенным в листинг Nasdaq, не применяются к ценным бумагам OTCBB.

### **Как связаться с компанией-эмитентом, допущенной на OTCBB.**

От эмитентов OTCBB не требуется информировать Nasdaq Stock Market, Inc. или NASD о своем адресе настоящего местопребывания и координатах для связи; однако данные сведения можно получить по многим эмитентам OTCBB. Раздел "Список акций" (Stock Summaries) на сайте <http://www.otcbb.com/investorinformation/investorinfo.stm>, доступный в режиме on-line, содержит торговый символ, название эмитента и ежегодную сводную статистику для каждой ценной бумаги, котируемой на OTCBB с 31 декабря выбранного вами года. Иногда здесь можно найти контактную информацию и по компании-эмитенту.

### **Получение финансовой информации о компании, котируемой на OTCBB.**

Квартальные и годовые финансовые отчеты, как и другая информация о компании предоставляется в

SEC каждым эмитентом OTCBB, чьи бумаги были допущены к котировке после 4 января 1999г. С документами, предоставленными в SEC в соответствии с Разделом 13 или 15(d) Закона о фондовых биржах, можно ознакомиться через EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval), онлайн-базу данных SEC, содержащую все регистрационные заявления и отчеты компаний. Не все эмитенты OTCBB в настоящий момент подпадают под данные требования отчетности, но к июлю 2000 г. все эмитенты OTCBB будут обязаны их выполнять. Важно отметить, что NASD не обладает никакими регулируемыми полномочиями в отношении эмитентов OTCBB.

Функции NASD включают установление правил, регламентирующих деловую практику брокеров/дилеров - членов Ассоциации; определение квалификационных стандартов для профессиональных участников отрасли ценных бумаг; проверку финансового и рабочего состояния брокеров-членов, как и контроль за соблюдением с их стороны соответствующих правил и регулирующих положений; расследование случаев нарушения законодательства о ценных бумагах; наказание нарушителей существующих правил и регулирующих положений; и ответ на запросы и жалобы, поступающие от инвесторов и членов Ассоциации.

Из-за высокой степени риска, связанного с инвестициями в "копеечные акции" (Penny Stocks), SEC ввела Правило 15g-2, которое считает незаконным со стороны брокера или дилера осуществление сделки с копеечными акциями по счету клиента, пока до совершения такой сделки брокер или дилер не предоставил клиенту документ, содержащий информацию, установленную в схеме Schedule 15G Правила 15g-100, и не получил от клиента собственноручно подписанное и датированное подтверждение об ознакомлении с этим документом. (SEC Rule 15g-2(a), Risk Disclosure Document Relating to the Penny Stock Market).

## Несколько слов об истории

В июне 1990г. служба OTCBB начала свою работу на экспериментальной основе в рамках важнейших преобразований структуры фондового рынка, призванных обеспечить прозрачность на внебиржевом рынке. Новый закон о копеечных акциях 1990г. (The Penny Stock Reform Act) уполномочил SEC на создание электронной системы, удовлетворяющей требованиям Раздела 17B Закона о фондовых биржах. Система задумывалась для упрощения широкого распространения информации о котировках и ценах последних продаж. С декабря 1993г. от компаний потребовалось предоставлять отчетность по сделкам со всеми внутренними бумагами внебиржевого рынка через Автоматизированную Службу Подтверждения Сделок (Automated Confirmation Transaction Service) в течение 90 секунд с момента сделки.

В апреле 1997г. SEC с внесением некоторых корректировок одобрила работу OTCBB на постоянной основе, и в мае 1997г. доступ к котировке на OTCBB получили программы прямого участия (DPPs). В апреле 1998г. все иностранные выпуски и ADRs, полностью зарегистрированные в SEC, получили доступ к котировке и отражению данных по котировкам в реальном времени, ценам последних продаж и объемам торгов на OTCBB.

4 января 1999г. SEC одобрила Правила Соответствия OTCBB. Эмитенты ценных бумаг, не котируемых на OTCBB, с этой даты для соблюдения Правил Соответствия обязаны направлять финансовую отчетность в SEC и органы, регулирующие банковскую и страховую деятельность. Компаниям, чьи ценные бумаги уже котируются на OTCBB, и которые до сего момента не предоставляли отчетность, был предоставлен льготный период для достижения соответствия с новыми требованиями. К июню 2000г. вся текущая финансовая информация о всех национальных компаниях, котируемых на OTCBB, будет доступна широкой публике.

### **OTCBB:**

- Предоставляет доступ к более чем 6,500 ценным бумагам; · Объединяет более 400 участников маркет-мейкеров;
- Предоставляет в электронном виде котировки в реальном времени, цены последних продаж и данные об объеме торгов по национальным бумагам, иностранным выпускам и ADRs; и
- Отражает показатели интереса и предварительную торговую активность по DPPs.

## Сравнение Nasdaq и ОТСВВ

Ценные бумаги торгуются на ОТСВВ сообществом маркет-мейкеров, которые вводят котировки и торговые отчеты через сложную закрытую компьютерную сеть, доступ в которую обеспечивается через Nasdaq Workstation IITM. ОТСВВ отличается от Nasdaq Stock Market тем, что:

- не налагает требований для получения котировки и не имеет листинговых стандартов;
- не предоставляет возможности автоматического исполнения сделок;
- не поддерживает деловых отношений с компаниями-эмитентами; и не налагает этих обязательств на маркет-мейкеров.

Требование	ОТСВВ	Nasdaq
Минимальные количественные листинговые требования	Нет	Да
Сборы на листинг и поддержание для эмитентов	Нет	Да
Требования к поддержанию котировки или листинга	Да*	Да
Электронные котировки в реальном времени для внутренних выпусков	Да	Да
Минимум по Форме 211 или время на процедуру листинга	3 дня	6-8 недель**

\* Эмитенты ценных бумаг, начинающих котироваться на ОТСВВ после 4 января 1999г., для сохранения права на котировку подпадают под требование предоставления периодических финансовых отчетов в SEC или иной регулирующий орган.

\*\* Заполнение формы 211 не требуется для внесения в листинг Nasdaq; однако, среднее время для получения одобрения на внесение в листинг Nasdaq составляет 6-8 недель. ОТСВВ отличается от "Розовых Листков" ("Pink Sheets"). Розовые листки еженедельно публикуются Национальным Бюро Котировок (National Quotation Bureau) и распространяются между брокерами/дилерами. Электронная версия Pink Sheets ежедневно обновляется и распространяется через терминалы поставщиков (вендоров) рыночной информации. Pink Sheets не принадлежат и не управляются The Nasdaq Stock Market, Inc.

## Особенности функционирования ОТСВВ

### **Распространение рыночной информации**

Следующая информация по ОТСВВ распространяется через терминалы вендоров рыночной информации и Web-сайты для клиентов по всему миру:

- динамика цен последних продаж и информация об объемах торгов по национальным и иностранным ценным бумагам и ADRs;
- самая высокая и низкая цена за день, цена на момент закрытия и объем торгов по DPPs;
- цены bid/ask и показатели интереса, выставляемые конкретными маркет-мейкерами;
- внутренние котировки для национальных и иностранных ценных бумаг и ADRs в случае их доступности;
- индикативные котировки для DPPs; и
- контактная информация по маркет-мейкерам.

Кроме того, все подписчики Nasdaq Workstation II (фирмы, вводящие ордера и маркет-мейкеры) могут видеть всю информацию ОТСВВ на своих рабочих системах, не неся при этом дополнительных расходов.

### **Преимущества для маркет-мейкеров**

Участники маркет-мейкеры могут:

- зарегистрироваться на желаемое количество ценных бумаг;
- обновлять котировки bid и ask в режиме реального времени для национальных и иностранных ценных бумаг и ADRs и дважды в день обновлять котировки по DPPs;

- вводить односторонние или двусторонние котировки;
- использовать цены bid через "offer-wanted" (OW) entries (ввод объявлений о необходимости предложения о продаже) и цены offer через "bid-wanted" (BW) entries (ввод объявлений о необходимости предложения о покупке); и
- заявлять о своей добровольной заинтересованности в конкретной ценной бумаге без указания цены.

**Регистрация на "создание рынка" по бумагам, котируемым на OTCBB.** OTCBB функционирует как дилерская система. Поэтому все бумаги, котируемые на OTCBB, должны спонсироваться участвующим маркет-мейкером, который в случае отсутствия освобождения регистрирует ценную бумагу через заполнение Формы 211. Маркет-мейкер должен подать Форму 211 в NASD OTC Compliance Unit (отдел соответствия) вместе с двумя копиями документов, требуемых от эмитента, не позднее чем за 3 рабочих дня до опубликования котировки на OTC Bulletin Board. После проверки Nasdaq Market Data Integrity (отдел достоверности рыночной информации) уведомит маркет-мейкера, что он был зарегистрирован по ценной бумаге и может вводить котировку.

### **"Недопущенные" ценные бумаги**

Все бумаги внебиржевого рынка, не котируемые в настоящий момент на OTCBB, считаются "недопущенными", пока маркет-мейкер не представит Форму 211 или Форму освобождения 15с2-11. После проверки ценной бумаге присваивается статус "допущенной".

### **"Допущенные" ценные бумаги**

Если ценная бумага имеет статус "допущенной", это означает, что один или несколько маркет-мейкеров получили право котировать выпуск на OTC Bulletin Board в последние 30 дней. Все другие участвующие маркет-мейкеры, которые желают котировать выпуск, должны также представить заполненную Форму 211. В период существования у бумаги статуса "допущенной" проводится тест "частоты котировки" (frequency-of-quotation test). Этот тест описывается ниже. До тех пор, пока тест не пройден, маркет-мейкеры обязаны продолжать предоставлять заполненную Форму 211.

### **Активные ценные бумаги**

Допущенная на OTCBB ценная бумага, удовлетворяющая требованиям теста на "частоту котировки" для исключения "спина поросенка" ("piggyback" exception), определяется в системе как активная. Тест на частоту котировки или исключение "спина поросенка" основывается на том, котировал ли брокер/дилер ценную бумагу в применимой междудилерской котировочной системе по крайней мере 12 рабочих дней в течение предыдущих 30 календарных дней, не делая при этом перерыв в выставлении котировок, превышающий 4 рабочих дня подряд. При соблюдении данного критерия уполномоченные участники могут регистрироваться по ценной бумаге он-лайн. Пока ценная бумага сохраняет статус активной, любой участвующий маркет-мейкер может котировать ее без представления Формы 211.

### **Регулирование котировки**

Работа OTCBB контролируется системой онлайн-слежения за рынком в целях обеспечения соблюдения существующих правил SEC и NASD. Пока не применимо освобождение, участвующие маркет-мейкеры для сохранения права на котировку на OTCBB должны соблюдать требования SEC по Правилу 15с2-11 для каждой ценной бумаги.

### **Требования отчетности**

#### **Маркет-мейкеры**

Все сделки с национальными выпусками, канадскими выпусками и ADRs подлежат отчетности в течение 90 секунд через Автоматизированную Службу Подтверждения Сделок. Все остальные сделки могут фиксироваться по принципу T+1 (расчет по ценным бумагам через 1 рабочий день после заключения сделки).

#### **Эмитенты**

Nasdaq не имеет никаких деловых отношений с эмитентами, чьи бумаги котируются на OTC Bulletin Board. Данные компании не несут никаких обязательств по регистрации или отчетности ни перед The Nasdaq Stock Market, Inc., ни NASD. Однако эмитенты ценных бумаг, которые начали котироваться на OTCBB после 4 января 1999г., подлежат периодическому представлению документов в SEC или иной регулирующий орган.

#### **Информация об эмитенте**

Только маркет-мейкеры могут котировать ценные бумаги в системе OTCBB. Эмитенты могут связаться с одним из уполномоченных маркет-мейкеров в целях получения спонсорской поддержки для котировки на OTCBB. OTCBB не взимает с эмитентов платы за получение котировки. Правила NASD запрещают маркет-мейкерам принимать какое-либо вознаграждение за котировку ценных бумаг эмитента на OTCBB или в аналогичной котировочной системе.



## Ответы на часто задаваемые вопросы

### **Может ли акция одновременно торговаться на OTCBB и Nasdaq?**

Нет. OTCBB является котировочной системой для ценных бумаг, которые не прошли процедуру листинга и не котируются на Nasdaq или какой-либо национальной фондовой бирже. Однако может возникнуть ситуация, при которой акция заносится в листинг или исключается из листинга Nasdaq и в тот же торговый день переходит соответственно из OTCBB на Nasdaq или из Nasdaq на OTCBB.

### **В чем заключается разница между внебиржевым рынком (OTC market) и фондовой биржей?**

Фондовые биржи предъявляют к компаниям определенные количественные и качественные требования для занесения их в листинг и имеют определенные стандарты поддержания, соблюдение которых строго отслеживается и контролируется. Компании, прошедшие процедуру листинга на фондовой бирже, обязаны соблюдать ее требования к отчетности, кроме того, между биржами и зарегистрированными на ней компаниями существуют прямые деловые отношения. Внебиржевой рынок предназначен для ценных бумаг, не котируемых ни на одной из фондовых бирж. Эмитенты данных ценных бумаг часто не несут никаких обязательств по отчетности перед федеральными регулирующими органами и не обязаны соответствовать никаким минимальным требуемым стандартам, кроме того, между эмитентами и котировочной системой (OTCBB, "Pink Sheets") не существует никаких деловых отношений.

### **В чем заключается разница между OTCBB и "розовыми листками" ("Pink Sheets")?**

Котировочные службы OTCBB и "Pink Sheets" являются конкурентами для ценных бумаг, торгуемых на внебиржевом рынке. "Розовые листки" являются печатным средством информации о котировках. Они еженедельно публикуются Национальным Бюро Котировок (National Quotation Bureau) и распространяются между брокерами/дилерами. OTCBB - информационное табло внебиржевого рынка представляет электронные котировки в реальном времени, цены последних продаж и объем торгов для национальных и иностранных ценных бумаг и американских депозитарных расписок (American Depositary Receipts, ADRs).

### **Что такое "другие бумаги внебиржевого рынка" (other-OTC security)?**

Все бумаги внебиржевого рынка, не представленные на OTC Bulletin Board, торговая статистика по которым может отражаться в Автоматической Службе Подтверждения Сделок (Automated Confirmation Transaction Service<sup>SM</sup>, ACTSM), считаются "другими бумагами внебиржевого рынка". К ним, в том числе, относятся ценные бумаги, котируемые в Pink Sheets.

### **В чем состоят листинговые требования OTCBB?**

Так как OTCBB является котировочной системой для маркет-мейкеров NASD, а не листинговой службой для эмитентов и не фондовой биржей, к эмитенту, решившему вывести свои акции на OTCBB, не предъявляются никакие количественные листинговые требования. Однако и для национальных и для иностранных эмитентов действуют новые Требования Соответствия (Eligibility Requirements). С 1 апреля 1998г. все иностранные выпуски ценных бумаг и ADRs подлежат регистрации в Комиссии по ценным бумагам и биржам (Securities & Exchange Commission, SEC) согласно Разделу 12 Закона о фондовых биржах (Securities Exchange Act of 1934). С 4 января 1999г. перечень национальных ценных бумаг, котируемых на OTCBB, ограничивается следующими бумагами:

- Ценные бумаги компаний-эмитентов, подавших документы на регистрацию в соответствии с разделом 13 или 15(d) Закона о фондовых биржах ("Закон");
- Ценные бумаги депозитных учреждений, от которых Закон не требует подачи регистрационных документов, но которые должны предоставлять публичную отчетность в соответствующие регулирующие инстанции;
- Ценные бумаги зарегистрированных закрытых инвестиционных компаний;
- Ценные бумаги страховых компаний, освобожденных от регистрации в соответствии с Разделом 12(g)(2)(G) Закона.

**Эмитенты ценных бумаг, допущенных на OTCBB, не должны предоставлять копии квартальных и годовых отчетов ни в NASD, ни в The Nasdaq Stock Market, Inc. ни на OTCBB.**

### **Возможны ли остановки в торгах на ОТСВВ?**

Торговля ценными бумагами на ОТСВВ может быть приостановлена, однако ни The Nasdaq Stock Market, Inc., ни NASD не имеют полномочий это делать. Торговля ценными бумагами на внебиржевом рынке может быть остановлена только SEC.

### **Каково минимальное количество ценных бумаг, выставяемое маркет-мейкером при торгах на ОТСВВ?**

Требования к минимальному выставяемому на торги количеству для внебиржевых ценных бумаг меняются в зависимости от размера котировки. За дальнейшим разъяснением можно обратиться к Правилу 6750.

### **Существуют ли регистрационные требования для получения котировки на ОТСВВ?**

Нет. Эмитенты бумаг, котируемых на ОТСВВ, не несут никаких обязательств по регистрации и отчетности ни перед The Nasdaq Stock Market, Inc., ни перед NASD, однако, многие компании, допущенные на ОТСВВ, направляют отчетные документы в SEC или иные регулирующие инстанции. Любая компания, ценные бумаги которой допускаются к котировке на ОТСВВ после 4 января 1999г., должна периодически отчитываться перед SEC или иными регулируемыми органами.

### **Может ли компания быть лишена котировки?**

Каждый выпуск, котируемый на ОТСВВ, для сохранения котировки должен иметь, по крайней мере, одного зарегистрированного маркет-мейкера. Когда последний маркет-мейкер отказывается от выпуска, выпуск лишается котировки. Начиная с июля 1999г., система ОТСВВ стала прекращать котировку (или лишать котировки) ценные бумаги тех эмитентов, которые не выполняют новые Требования Соответствия.

### **Что такое Форма 211?**

Форма 211 - документ, подлежащий предоставлению в NASD Regulation, Inc. OTC Compliance Unit (отдел соответствия) для начала или возобновления котировки на ОТСВВ, в "розовых листках" или в другой аналогичной котировочной системе.

### **Почему я не получаю информации по внутренним котировкам для всех бумаг ОТСВВ?**

По крайней мере, два маркет-мейкера должны объявить цены bid и ask для расчета внутренней котировки той или иной ценной бумаги. Так как только один маркет-мейкер требуется для того, чтобы сохранить котировку акции на ОТСВВ, и маркет-мейкерам разрешено объявлять односторонние котировки и показатели интереса без указания цены, могут существовать акции, для которых внутренние котировки не могут быть рассчитаны.

### **Кто занимается регулированием ОТСВВ?**

Процесс котировки и торговая практика маркет-мейкеров ОТСВВ регулируется NASD Regulation.

Эмитенты ОТСВВ не подлежат контролю ни со стороны The Nasdaq Stock Market, Inc., ни NASD, ни NASD Regulation.

### **Может ли эмитент зарезервировать тикерный символ (ticker symbol)?**

Нет, для внебиржевых ценных бумаг символы резервироваться не могут. Какие-либо предпочтения эмитента касательно символа могут быть указаны в Форме 211. Если запрошенный символ не зарезервирован для использования на Nasdaq и не является специальным, эмитент извещается, что в данное время этим символом можно воспользоваться, но за ОТСВВ сохраняется право изменить символ в случае, если его захочет использовать компания, подавшая документы на котировку на Nasdaq. Нет никакой гарантии, что эмитент на внебиржевом рынке сможет продолжительное время удерживать за собой выбранный символ.

### **Должна ли заполняться Форма 211 для ценных бумаг, лишенных котировки на New York Stock Exchange или American Stock Exchange?**

Да. Факт предыдущего внесения в листинг NYSE или AMEX не освобождает маркет-мейкера от заполнения и представления Формы 211.

### **Подлежит ли финансовая информация, необходимая к внесению в Форму 211, аудиторской проверке?**

Да, требования отчетности, содержащиеся в Разделе 13 или 15(d) новых Правил Соответствия требуют ежегодной аудиторской проверки финансовых отчетов компании-эмитента.

## **Корпорация по защите прав инвесторов в ценные бумаги (SIPC)**

**Securities Investor Protection Corporation (SIPC)** - корпорация по защите инвесторов в ценные бумаги. SIPC обеспечивает защиту клиентов брокерско-дилерских компаний, зарегистрированных в SEC, в целях поддержания доверия инвесторов к американскому фондовому рынку. Защита обеспечивается от потерь, связанных с банкротством брокера-дилера, но не от снижения рыночной стоимости ценных бумаг, находящихся на клиентском счете. Корпорация была создана в соответствии с Законом о защите инвесторов и не является ни правительственным агентством, ни регулирующим органом. Это некоммерческая организация, финансируемая за счет средств брокерских компаний, являющихся ее членами.

Если брокерская компания терпит банкротство, SIPC может направить в федеральный суд прошение о назначении доверенного лица для ее ликвидации и защиты ее клиентов. В немногочисленных случаях, когда дело касается мелких брокеров, SIPC может обеспечивать защиту клиентов напрямую.

Назначенное доверенное лицо и Корпорация могут договориться о переводе всех или части клиентских счетов к другому брокеру, являющемуся членом SIPC. Клиенты, счета которых были переведены, немедленно извещаются об этом и получают право строить отношения с новым брокером или перевести свои счета в другую компанию уже по своему усмотрению. Счета, переведенные к новому брокеру, подпадают под ограничения на защиту, которые описаны ниже. Данная процедура до минимума сокращает перерыв в торговой активности клиентов. Во многих случаях (например, когда обанкротившаяся брокерская компания не уделяла должного внимания аккуратному ведению отчетности) перевод счетов трудно осуществим или вообще нереален. Тогда SIPC защищает интересы инвесторов следующим образом:

Клиенты обанкротившейся фирмы получают все ценные бумаги, зарегистрированные на их имя или находящиеся в процессе такой регистрации и не содержащие индоссамента.

Клиенты на пропорциональной основе получают все остающиеся денежные средства и ценные бумаги, которые хранились на счетах у брокера.

После такого распределения открывается доступ к фондам SIPC, позволяющим удовлетворить претензии клиентов на сумму до \$500,000, в том числе на сумму до \$100,000 по требованиям в отношении наличных средств (в отличие от претензий по ценным бумагам).

Когда клиент продает ценную бумагу, любое требование в отношении данной сделки будет подпадать под ограничение компенсации в наличных в \$100,000.

**На кого распространяется Закон о защите инвесторов в ценные бумаги?** Клиентами считаются лица, имеющие претензии к брокерской компании, где у них был открыт инвестиционный счет, на котором находились на хранении ценные бумаги, предназначенные для продажи, покрытия завершенных сделок, использования в качестве залога или для перевода. Кроме того, клиентами считаются лица, депонировавшие денежные средства для покупки ценных бумаг или располагающие ими на счете в результате продажи ценных бумаг.

Случай, когда депонирование денежных средств на счет, открытый у брокера, осуществляется с целью получения процента или в иных целях, отличных от покупки ценных бумаг, не подпадает под защиту со стороны SIPC.

Лицо по закону о защите инвесторов не считается "клиентом", если его требования: 1) распространяются на денежные средства и ценные бумаги, которые по договору, соглашению, устной договоренности или судебному решению являются частью капитала брокерской компании или отнесены к претензиям ее кредиторов; или 2) вытекают из сделок, заключенных с иностранным филиалом компании.

**На какое имущество распространяется защита:** клиентские денежные средства и ценные бумаги. Последние охватывают большинство видов ценных бумаг - акции, облигации, депозитные сертификаты, дебитурные (необеспеченные облигации), варранты. Защитные меры не распространяются на инвестиционные контракты, сертификаты участия и роялти, которые не зарегистрированы как ценные бумаги в SEC по закону о ценных бумагах 1933г., как и на товарные контракты и товарные опционы. Что касается баланса денежных средств (кредитового сальдо по счету), то на него по закону защита распространяется, если денежные средства были депонированы или оставлены на счете **с целью покупки ценных бумаг**, вне зависимости от того, выплачивает брокер по кредитовому сальдо процент или нет.

Денежные средства клиентов, помещенные брокером в акции фондов денежного рынка, также подпадают под защиту SIPC.

**Почему компенсация по требованиям в отношении наличных средств ограничивается \$100,000.**

Два федеральных правительственных агентства имеют аналогичные ограничения в \$100,000 на наличные требования: Федеральная корпорация по страхованию депозитов, учрежденная Конгрессом в 1933г., и программа страхования вложений в акции Администрации Национального кредитного союза, одобренная в октябре 1970г.

**Если клиент имеет несколько счетов у брокера-члена SIPC, все ли они будут подпадать под защиту?** Да, если клиент, имея несколько счетов у одного брокера, выступает в различных ипостасях. Например, если у клиента открыт личный счет, и он также выступает доверенным лицом для иного инвестора по условиям некоторого договора о доверительном управлении, будет считаться, что этот клиент выступает в двух различных ипостасях. Клиент, у которого открыто несколько счетов, должен действовать добросовестно и относиться к каждому счету как к отдельному. Инвестор, например, может иметь счет на свое имя и управлять совместным счетом со своей супругой, при условии, что оба они имеют право на осуществление сделок по счету.

Однако все счета, открытые у одного брокера, должны удовлетворять требованиям SIPC в отношении идентификации счетов "раздельных" (независимых) клиентов брокеров-членов SIPC.

Лицо, которое на свое имя имеет несколько счетов у одного брокера, и наличных и маржевых, будет считаться единым клиентом для целей применения ограничений в \$500,000 и \$100,000.

## Определение

**Фондовый индекс** - показатель состояния и динамики рынка ценных бумаг. Через сопоставление текущего значения индекса с его предыдущими значениями можно оценить поведение рынка, его реакцию на те или иные изменения макроэкономической ситуации, различные корпоративные события (слияния, поглощения, дробления акций, отставки и назначения ведущих менеджеров), спекулятивные процессы. В зависимости от того, какие ценные бумаги составляют выборку, используемую при расчете индекса, он может характеризовать рынок в целом, рынок определенного класса ценных бумаг (государственные обязательства, корпоративные облигации, акции и т. п.), отраслевой рынок (ценные бумаги компаний одной отрасли: телекоммуникации, транспорт, страхование, Интернет-сектор и т. п.). Сравнение динамики различных индексов может показать, какие сектора экономики развиваются самыми быстрыми темпами. Индекс может представлять национальный фондовый рынок в целом или определенную торговую площадку на этом рынке (например, индекс фондовой биржи). Фондовые индексы рассчитываются и публикуются различными организациями, чаще всего информационными или рейтинговыми агентствами и фондовыми биржами.

## Методика определения фондовых индексов

Чтобы фондовый индекс адекватно отражал процессы, происходящие на рынке ценных бумаг, и как можно меньше зависел от субъективных факторов, таких, как манипулирование ценами отдельных финансовых инструментов, корпоративная политика компаний-эмитентов, включающая новые эмиссии, дробление или консолидацию акций, выпуск варрантов и т.п., необходимо применять правильные и обоснованные методики расчета фондовых индексов. Кроме того, понимание методики расчета индекса необходимо для правильной интерпретации его изменений.

При определении методики вычисления фондовых индексов необходимо рассмотреть следующие вопросы:

1. **формулы вычисления фондовых индексов;**
2. **достоверность и полнота информации**, используемой при расчете фондовых индексов;
3. **порядок корректировки расчетной формулы**, необходимость которой вызвана теми или иными корпоративными событиями, изменением рыночных условий.

### Методы расчета фондовых индексов

Существует четыре основных метода расчета фондовых индексов:

- **Метод вычисления невзвешенного среднего арифметического.** Эта формула используется при расчете среднего промышленного индекса Доу-Джонса (Dow Jones Industrial Average).

- **Метод вычисления взвешенного среднего арифметического** с использованием различных способов взвешивания:

- взвешивание по цене акций в выборке;

- взвешивание по стоимости выборки;
- взвешивание путем приравнивания весов акций компаний;

Данная методика используется для вычисления среднего индекса рейтингового агентства Standard & Poor's (S&PA 500).

- **Метод вычисления невзвешенного среднего геометрического.** По этой формуле рассчитывается старейший фондовый индекс Великобритании ФТ-30 (FT-30 Share Index, Financial Times Industrial Ordinary Index), который стал публиковаться с 1935 г.

- **Метод вычисления взвешенного среднего геометрического.** Эта формула применяется для расчета композитного индекса Value Line Composite Average, используемого на фондом рынке США.

### Требования к информации, используемой при вычислении фондовых индексов

Любая формула будет бесполезна, если в нее будут вводиться недостоверные или неполные данные. Для обоснованного использования в расчетах информация должна отвечать следующим критериям:

- **размер выборки.** Желательно использовать при расчете индекса достаточно большое число компаний, что позволяет уменьшить вероятность влияния на конечный результат случайных отклонений стоимости ценных бумаг отдельных компаний относительно среднего рыночного значения.
- **репрезентативность выборки.** Перечень компаний, ценные бумаги которых входят в состав, например, отраслевого индекса, должен быть достаточно полным для того, чтобы индекс адекватно отражал состояние определенного сегмента экономики. Кроме того, чтобы изменения индекса правильно отражали изменения, происходящие на рынке, распределение эмитентов по размеру капитализации и отраслевой принадлежности должно соответствовать распределению на рынке в целом. Использование компьютеров позволило начать расчет индекса по всем акциям, торгуемым на том или ином рынке, не прибегая к некоторой выборке.
- **вес.** Желательно, чтобы стоимость ценных бумаг, входящих в индекс, имела свой вес, пропорциональный их влиянию на фондовый рынок в целом.
- **объективность финансовой информации.** Следует учитывать, что фондовый индекс рассчитывается на основе открыто сообщаемых сведений об изменении цен на финансовые инструменты. Большинство индексов рассчитывается в течение торгового дня, причем их обновленные значения появляются через короткие промежутки времени.

### Корректировка индексов

Методика расчета индекса может время от времени меняться, что связано главным образом с различными корпоративными событиями, переживаемыми компаниями, ценные бумаги которых входят в состав индекса. Изменения могут касаться и перечня ценных бумаг, участвующих в расчете индекса.

Чем большую историю имеет фондовый индекс, тем большую ценность он представляет для прогнозирования будущей реакции рынка на те или иные события на основе его прошлого поведения. Но ситуация на рынке постоянно меняется - слияния и поглощение, банкротства старых компаний и появление новых, стремительно наращивающих свою капитализацию. Поэтому периодически появляется необходимость внести изменения в выборку, на основе которой рассчитывается индекс. Если такие корректировки осуществлять редко, есть опасность, что индекс начнет отставать от развития рынка, если к корректировкам прибегать слишком часто - индекс начнет "терять" историю и, сохраняя прежнее название, отражать изменения уже другого сектора рынка.

## Основные фондовые индексы

### США

#### Индексы Доу-Джонса

Наибольшей известностью в данном семействе индексов пользуется **Dow Jones Industrial Average** (средний промышленный индекс Доу-Джонса). Этот индекс был впервые опубликован в 1884 г. Чарльзом Доу, основателем компании, которая была издателем известной финансовой газеты "Wall Street Journal". Этот индекс сначала рассчитывался по акциям 11 железнодорожных компаний. В 1897 г. список был увеличен до 20 железнодорожных компаний. Первый промышленный индекс Доу-Джонса был рассчитан в 1896г. по акциям 12 компаний. В 1916 г. размер выборки был увеличен до 20 компаний, а в 1928г. - до 30. Последнее изменение в составе индекса было произведено 1 ноября 1999г., когда вместо компаний Union Carbide, Goodyear Tire & Rubber, Sears и Chevron в индекс были включены компании Home Depot, Intel, Microsoft и SBC Communications. Индекс рассчитывается как среднее арифметическое цен акций 30 крупнейших компаний. В качестве делителя используется не число 30 (число компаний в выборке), а



специальный делитель, учитывающий многочисленные сплиты (дробления акций), произведенные компаниями-эмитентами с 1928г. (с момента увеличения выборки до 30 компаний).

Используются и другие индексы Доу-Джонса: взвешенный индекс акций Доу-Джонса, рассчитанный по 700 акциям, котируемых на Нью-Йоркской фондовой бирже (публикуется с 1988 г.), индексы Доу-Джонса по транспортным и коммунальным компаниям (Dow Jones Transportation Average (20), Dow Jones Utilities Average(15)) и по 40 облигациям.

**AMEX Composite** - взвешенный по рыночной капитализации индекс всех акций, торгуемых на Американской фондовой бирже (American Stock Exchange).

**NASDAQ 100** - индекс 100 крупнейших компаний нефинансового сектора на бирже NASDAQ.

**NASDAQ Composite** - взвешенный по капитализации индекс внебиржевого рынка, ежедневно публикуемый Национальной Ассоциацией фондовых дилеров и охватывающий около 3500 акций, торгуемых в рыночной системе Nasdaq (Nasdaq Market System).

**NYSE Composite** - взвешенный по рыночной капитализации индекс всех акций, торгуемых на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE).

**Семейство индексов Рассела** (рассчитываются компанией Френка Рассела, Frank Russell Company).

Среди самых известных:

**Russell 3000 Index** отражает динамику акций 3,000 крупнейших по рыночной капитализации американских компаний, на которые приходится около 98% стоимости всего американского рынка акций.

**Russell 1000 Index** отражает динамику акций 1,000 крупнейших компаний из Russell 3000 Index, на которые приходится около 92% совокупной капитализации компаний, представленных в Russell 3000 Index.

**Russell 2000 Index** отражает динамику 2,000 более мелких компаний, представленных в Russell 3000 Index, на которые приходится около 8% совокупной рыночной капитализации компаний из Russell 3000 Index.

**Семейство индексов Standard & Poor's**

**Standard & Poor's Composite 500 Index.** В состав индекса входят 400 индустриальных, 20 транспортных, 40 коммунальных и 40 финансовых компаний. Взвешен по рыночной капитализации. Охватывает примерно 80% общей капитализации компаний, торгуемых на Нью-Йоркской фондовой бирже. Капитализация компаний в выборке составляет от 73 миллионов до 75 миллиардов долларов.

**Standard & Poor's 400 Index (aka S&P Midcap)** аналогичен **S&P 500**, но охватывает 400 промышленных компаний, капитализация которых варьируется от 85 миллионов до 6.8 миллиардов долларов.

**Standard & Poor's 100** аналогичен **S&P 500**, но охватывает только 100 акций, на которые существуют опционные контракты на Чикагской бирже опционов. "**ОЕХ**" - название опциона на данный индекс, являющегося один из самых популярных и торгуемых опционов.

**Value Line Composite**

Взвешенный по цене индекс как противоположность индексу, взвешенному по капитализации. Некоторые считают, что данный индекс дает лучшее представление об эффективности инвестиций, так как отдельные акции не перешивают в нем, и большинство индивидуальных инвесторов не строят свой портфель с взвешиванием по рыночной капитализации. (пока они не покупают индексные фонды).

**Wilshire 5000**

Индекс охватывает все компании, имеющие головной офис в США, для которых доступна информация по цене. исторически сложилось, что компании из розовых листков были не включены в индекс, но с прогрессом способов передачи информации, список компаний, входящих в индекс увеличился до более чем 7000. Индекс взвешен по рыночной капитализации. Так как некоторые компании, входящие в индекс S&P 500 имеют головной офис за пределами США, не верно утверждать, что Wilshire 5000 включает S&P 500.

**Франция**

Основными фондовыми индексами являются **CAC-40** и **CAC General**. **CAC 40** рассчитывается по 40 акциям крупнейших эмитентов, торгуемым на Парижской фондовой бирже. Фьючерсный контракт на данный индекс, возможно, является самым популярным и торгуемым фьючерсным контрактом во всем мире. **CAC General** рассчитывается по акциям 250 эмитентов.

**Германия**

Основным фондовым индексом является **DAX 30**, охватывающий 30 самых торгуемых акций (на основе торговой статистики за 3 последних года) на Франкфуртской бирже. Индекс взвешен по рыночной капитализации. По результатам торгов в электронной системе рассчитывается индекс **Xetra DAX**, он практически совпадает с DAX 30. Однако электронная сессия длиннее, поэтому цены закрытия могут существенно различаться. Рассчитываются также **DAX 100** и композитный индекс **CDAX** по 320 акциям.

#### Великобритания

**FT-SE 30** Share Index, Financial Times Industrial Ordinary Share Index впервые стал публиковаться в 1935г. и охватывает акции 30 промышленных и торговых компаний. Рассчитывается как геометрическая средняя, получаемая путем перемножения курсов 30 акций из выборки и последующего извлечения из произведения корня 30-й степени.

**FT-SE 100** - наиболее распространенный индекс в Великобритании, широко известный как 'footsie' (Футси 100). Представляет собой взвешенный арифметический индекс, рассчитываемый на базе 100 крупнейших по рыночной капитализации компаний Великобритании на поминутной основе. На компоненты "Футси" приходится около 70% общей капитализации фондового рынка Великобритании.

**FT-SE Mid 250** - индекс акций компаний со средней капитализацией, на которые приходится примерно 20% рынка Великобритании. Это следующие 250 компаний после сотни крупнейших, входящих в индекс FT-SE 100. Рассчитывается с декабря 1985г.

#### Япония

Главный фондовый индекс Японии - "**Nikkei**" (сокращенное от словосочетания "nihon keizai" - "nihon" японски Япония, а "keizai" - "финансы, экономика"). В его выборку входят 225 акций, торгуемых на Токийской фондовой бирже. Это среднеарифметический невзвешенный индекс, рассчитываемый по той же методике, что DJIA. Публикуется с 1950г. Второй достаточно популярный индекс - **Topix**, рассчитываемый с 1968г. по всем акциям, торгуемым на 1-ой секции ТФБ. Индекс **JPN** является модифицированным взвешенным по цене индексом, отражающим динамику 210 обыкновенных акций, активно торгуемых на Токийской фондовой бирже и представляющих обширный срез всех отраслей японской экономики. JPN тесно связан, но не идентичен индексу Nikkei.

#### Канада

Наиболее известен индекс Торонтской биржи **TSE 300**, взвешенный по величине капитализации и охватывающий 14 секторов экономики.

#### Мексика

На Мексиканской фондовой бирже рассчитывается индекс IPC. Это взвешенный по капитализации индекс, охватывающий 35 крупнейших мексиканских компаний. Состав выборки для расчета корректируется каждые 2 месяца.

#### Бразилия

Самый известный индекс - **Bovespa**, в выборку для расчета которого включены наиболее ликвидные акции, котируемые на бирже Сан-Пауло.

#### Гонконг

Наиболее известный индекс - взвешенный по рыночной капитализации индекс Гонконгской фондовой биржи **Hang Seng Index**, рассчитываемый по акциям 33 компаний, капитализация которых представляет около 70% общей капитализации рынка. В состав индекса входят компании 4 секторов: торговля и промышленность, финансы, коммунальные услуги, земельная собственность.

## Методика расчета индекса Hang Seng Index (HSI)

### Базовый день

Для простоты примера предположим, что в выборку для расчета индекса включены акции 6 компаний, сгруппированные по 2 секторам, I и II. В таблице указано количество выпущенных акций и цена закрытия для базового дня. Индекс базового дня принят за 100.

(HKD - гонконгский доллар)

Сектор	Акция	Количество	Цена закрытия (HKD)	Рыночная капитализация (HKD)	Общая рыночная капитализация (HKD)
I.	A	20,000	6.0	120,000	289,000
	B	5,000	17.0	85,000	

	C	7,000	12.0	84,000	
II.	D	8,000	21.0	168,000	370,000
	E	10,000	10.0	100,000	
	F	12,000	8.5	102,000	
<b>Все акции в выборке</b>					<b>659,000</b>

День **первый:** **обычный** **расчет**

Не требуется никаких корректировок, потому что с акциями в выборке не произошло никаких изменений. Цена закрытия дня и другие данные для расчета индекса приводятся в первой таблице.

Сектор	Акция	Количество	Цена закрытия (HKD)	Рыночная капитализация (HKD)	Общая рыночная капитализация (HKD)
I.	A	20,000	6.5	130,000	293,000
	B	5,000	16.5	82,500	
	C	7,000	11.5	80,500	
II.	D	8,000	20.5	164,000	373,600
	E	10,000	11.0	110,000	
	F	12,000	8.3	99,600	
<b>Все акции в выборке</b>					<b>666,600</b>

Расчет индекса:

Сектор	Общая рыночная капитализация (HKD)		Индекс базового дня	Значение индекса на сегодня
	День первый	Базовый день		
	(1)	(2)	(3)	(3)x(1)/(2)
I	293,000	289,000	100	101.3841
II	373,600	370,000	100	100.9730
<b>HSI</b>	<b>666,600</b>	<b>659,000</b>	<b>100</b>	<b>101.1533</b>

День **второй:** **Бонусная эмиссия (bonus issue).**

Компания А осуществляет бонусную эмиссию (выпуск дополнительных акций для бесплатного распределения между акционерами пропорционально уже имеющимся у них акциям) в пропорции "1" к "2". Цена акций А указывается как ex-bonus (XB) - их покупка не дает право на бесплатное получение акций, выпущенных в рамках бонусной эмиссии. Новое количество выпущенных акций А =  $20,000 \times (20+1) / 2 = 30,000$

Сектор	Акция	Количество	Цена закрытия (HKD)	Рыночная капитализация (HKD)	Общая рыночная капитализация (HKD)
I.	A	30,000	4.5XB	135,000	297,000
	B	5,000	17.0	85,000	
	C	7,000	11.0	77,000	
II.	D	8,000	21.0	168,000	364,000
	E	10,000	10.0	100,000	
	F	12,000	8.0	96,000	
<b>Все акции в выборке</b>					<b>661,000</b>

Расчет индекса:

Сектор	Общая рыночная капитализация (HKD)		Индекс первого дня	Значение индекса на сегодня
	День второй	День первый		
	(1)	(2)	(3)	(3)x(1)/(2)
I	297,000	293,000	101.3841	102.7682
II	364,000	373,600	100.9730	98.3784
<b>HSI</b>	<b>661,000</b>	<b>666,600</b>	<b>101.1533</b>	<b>100.3035</b>

День **третий:** **Выпуск новых акций для лиц, имеющих на них право (rights issue).**

Цена на акции D указывается как ex-right (XR) ("исключая право на покупку новых акций, предназначенных для продажи уже существующим акционерам") в пропорции "1" к "4" по HKD10 за акцию.

Новое количество выпущенных акций D =  $8,000 \times (4+1) / 4 = 10,000$

Сектор	Акция	Количество	Цена закрытия (HKD)	Рыночная капитализация (HKD)	Общая рыночная капитализация (HKD)
I.	A	30,000	5.0	150,000	318,000
	B	5,000	17.5	87,500	
	C	7,000	11.5	80,500	
II.	D	10,000	19.0XR	190,000	393,400
	E	10,000	10.5	105,000	
	F	12,000	8.2	98,400	
<b>Все акции в выборке</b>					<b>711,400</b>

Расчет индекса:

Сектор	Общая рыночная капитализация (HKD)		Индекс второго дня	Значение индекса на сегодня
	День третий	День второй		
	(1)	(2)	(3)	(3)x(1)/(2)
I	318,000	297,000	102.7682	110.0346
II	393,400	384,000*	98.3784	100.7866
<b>HSI</b>	<b>711,400</b>	<b>681,000*</b>	<b>100.3035</b>	<b>104.7811</b>

\* Корректировка для акций D с учетом rights issue:  
**Общая рыночная капитализация для сектора II** = HKD364,000 + (HKD10 x 2,000) = HKD384,000  
**Общая рыночная капитализация для всех акций в выборке** = HKD297,000 + HKD384,000 = HKD681,000

**День четвертый:** **нормальный** **расчет**  
 В акциях, включенных в выборку, не произошло никаких изменений. Поэтому корректировок при расчете индекса не требуется.

Сектор	Акция	Количество	Цена закрытия (HKD)	Рыночная капитализация (HKD)	Общая рыночная капитализация (HKD)
I.	A	30,000	5.5	165,000	336,500
	B	5,000	17.5	87,500	
	C	7,000	12.0	84,000	
II.	D	10,000	20.0	200,000	402,000
	E	10,000	10.0	100,000	
	F	12,000	8.5	102,000	
<b>Все акции в выборке</b>					<b>738,500</b>

Расчет индекса:

Сектор	Общая рыночная капитализация (HKD)		Индекс третьего дня	Значение индекса на сегодня
	День четвертый	День третий		
	(1)	(2)	(3)	(3)x(1)/(2)
I	336,500	318,000	110.0346	116.4360
II	402,000	393,400	100.7866	102.9899
<b>HSI</b>	<b>738,500</b>	<b>711,400</b>	<b>104.7811</b>	<b>108.7726</b>

**День пятый:** **Замена** **акций** **в** **выборке**  
 Акции компании B заменяются на акции компании G. Акции G торгуются в четвертый день по цене HKD15, и количество выпущенных акций составляет 6,000.

Сектор	Акция	Количество	Цена закрытия (HKD)	Рыночная капитализация (HKD)	Общая рыночная капитализация (HKD)
I.	A	30,000	5.0	150,000	329,100

	B	7,000	12.3	86,100	
	C	6,000	15.5	93,000	
II.	D	10,000	20.5	205,000	403,000
	E	10,000	9.0	90,000	
	F	12,000	9.0	108,000	

**Все акции в выборке** **732,100**

Расчет индекса:

Сектор	Общая рыночная капитализация (HKD)		Индекс четвертого дня	Значение индекса на сегодня
	День пятый (1)	День четвертый (2)	(3)	
I	329,100	339,000*	116.4360	113.0357
II	403,000	402,000	102.9899	103.2461
<b>HSI</b>	<b>732,100</b>	<b>741,000*</b>	<b>108.7726</b>	<b>107.4662</b>

\*Корректировка с учетом замены акций B на акции G:  
**Общая рыночная капитализация для сектора I** = HKD336,500 - HKD87,500 + (HKD15 x 6,000) = HKD339,000

**Общая рыночная капитализация для всех акций в выборке** = HKD339,000 + HKD402,000 = HKD741,000

**День шестой: Приостановка торгов (suspension)**

Торги по акциям A приостановлены \*\*.

Сектор	Акция	Количество	Цена закрытия (HKD)	Рыночная капитализация (HKD)	Общая рыночная капитализация (HKD)
I.	A	30,000	Susp	-----	178,200
	B	7,000	12.6	88,200	
	C	6,000	15.0	90,000	
II.	D	10,000	21.0	210,000	400,000
	E	10,000	8.8	88,000	
	F	12,000	8.5	102,000	

**Все акции в выборке** **578,200**

\*\* На практике, если объявление о приостановке торгов приходит не позднее крайнего срока, 10:00 для утренней сессии и 2:30 для дневной сессии, акции, по которым приостановлены торги, в расчет индекса не включаются.

Объявление о приостановке, пришедшее после крайнего срока, считается приостановкой в торговые часы, и необходимые изменения в индекс вносятся в конце текущей торговой сессии. До этого момента акции, торги по которым приостановлены, будут включаться в расчет индекса в реальном времени по последней рыночной цене, существовавшей до объявления о приостановке торгов.

Расчет индекса:

Сектор	Общая рыночная капитализация (HKD)		Индекс пятого дня	Значение индекса на сегодня
	День шестой (1)	День пятый (2)	(3)	
I	178,200	179,100*	113.0357	112.4677
II	400,000	403,000	103.2461	102.4775
<b>HSI</b>	<b>727,446#</b>	<b>732,100*</b>	<b>107.4662</b>	<b>106.7830</b>

\* Корректировка с учетом исключения из расчета акций A:

**Общая рыночная капитализация для сектора I** = HKD329,100 - HKD150,000 = HKD179,100  
**Общая рыночная капитализация для всех акций в выборке** = HKD329,100 + HKD403,000 = HKD732,100

# Корректировка с использованием условно рассчитанной рыночной капитализации компании A:  
**Условно рассчитанная рыночная капитализация для компании A** = Рыночная капитализация акций A в день пятый x (суб-индекс I в день шестой / суб-индекс I в день пятый) = HKD150,000 x (112.4677/113,0357) = HKD149,246

**Общая рыночная капитализация для всех акций в выборке** тогда составит HKD178,200 + HKD400,000 + HKD149,246 = HKD727,446



День **седьмой:** Возобновление приостановленных торгов.  
Торги по акциям А возобновляются.

Сектор	Акция	Количество	Цена закрытия (HKD)	Рыночная капитализация (HKD)	Общая рыночная капитализация (HKD)
I.	A	30,000	4.0	120,000	302,200
	B	7,000	13.0	91,000	
	C	6,000	15.2	91,200	
II.	D	10,000	20.8	208,000	399,000
	E	10,000	8.9	89,000	
	F	12,000	8.5	102,000	

**Все акции в выборке** 701,200

Расчет индекса:

Сектор	Общая рыночная капитализация (HKD)		Индекс шестого дня	Значение индекса на сегодня
	День седьмой (1)	День шестой (2)		
I	302,200	327,446*	112.4677	103.7965
II	399,000	400,000	102.4775	102.2213
<b>HSI</b>	<b>701,200</b>	<b>727,446*</b>	<b>106.7830</b>	<b>102.9303</b>

\* Корректировка с учетом включения условно рассчитанной рыночной капитализации по акциям А (на основе данных по дню шестому):  
**Общая рыночная капитализация для сектора I = HKD178,200 + HKD149,246 = HKD327,446**  
**Общая рыночная капитализация для всех акций в выборке = HKD327,446 + HKD400,000 = HKD727,446**

День **восьмой:** **Дивиденды**  
 Акции G торгуются как ex-dividend (XD) ("исключая дивиденды" - покупка акций не дает право на получение очередных дивидендов, дивиденды получает продавец). Никаких изменений при расчете индекса вносить не требуется.

Сектор	Акция	Количество	Цена закрытия (HKD)	Рыночная капитализация (HKD)	Общая рыночная капитализация (HKD)
I.	A	30,000	4.2	126,000	309,100
	B	7,000	13.3	93,100	
	C	6,000	15.0XD	90,000	
II.	D	10,000	21.0	210,000	406,600
	E	10,000	9.1	91,000	
	F	12,000	8.8	105,600	

**Все акции в выборке** 715,700

Расчет индекса:

Сектор	Общая рыночная капитализация (HKD)		Индекс седьмого дня	Значение индекса на сегодня
	День восьмой (1)	День седьмой (2)		
I	309,100	302,200	103.7965	106.1664
II	406,600	399,000	102.2213	104.1684
<b>HSI</b>	<b>715,700</b>	<b>701,200</b>	<b>102.9303</b>	<b>105.0588</b>

## Индексы различных секторов

<http://cbs.marketwatch.com/data/dbcfiles/indindex.htm>

Sym.	Company Name
\$XAL	AIRLINE (AMEX)
\$AUX	AUTOMOTIVE (CBOE)
\$BANK	BANKING (NASDAQ)
\$BKX	BANK PHLX/KBW (PHLX)
\$BIX	BANK S&P (CBOE)
\$BTK	BIOTECH (AMEX)
\$IXBT	BIOTECH (NASDAQ)
\$CEX	CHEMICAL S&P (CBOE)
\$IXCO	COMPUTER NASDAQ
\$GHA	COMPUTER HARDWARE GOLDMAN/SACHS
\$GSV	COMPUTER SERVICES GOLDMAN/SACHS
\$CWX	COMPUTER SOFTWARE (CBOE)
\$GSO	COMPUTER SOFTWARE GOLDMAN/SACHS
\$XCI	COMPUTER TECHNOLOGY (AMEX)
\$CMR	CONSUMER MORGAN STANLEY (AMEX)
\$DJR	DOW JONES EQUITY REIT
\$NF	FINANCIAL (NYSE)
\$IXF	FINANCIAL (NASDAQ)
\$OFIN	FINANCIALS OTHER (NASDAQ)
\$FPP	FOREST & PAPER PRODUCTS (PHLX)
\$GAX	GAMING (CBOE)
\$GOX	GOLD (CBOE)
\$XAU	GOLD AND SILVER (PHLX)
\$HCX	HEALTH CARE S&P (CBOE)
\$MSH	HIGH TECH 35 MORGAN STANLEY (AMEX)
\$ND	INDUSTRIAL (NYSE)
\$INDS	INDUSTRIAL (NASDAQ)
\$NIND	INDUSTRIAL NASDAQ NATIONAL MARKET
\$INSR	INSURANCE (NASDAQ)
\$IUX	INSURANCE S&P (CBOE)
\$IIX	INTERNET (AMEX)
\$INX	INTERNET (CBOE)
\$GIN	INTERNET GOLDMAN/SACHS
\$XNG	NATURAL GAS (AMEX)
\$NWX	NETWORKING (AMEX)
\$GIP	NETWORKING MULTIMEDIA (GOLDMAN/SACHS)
\$XOI	OIL (AMEX)
\$OIX	OIL (CBOE)
\$OSX	OIL SERVICE
\$DRG	PHARMACEUTICAL (AMEX)
\$RLX	RETAIL S&P (CBOE)
\$GSM	SEMICONDUCTOR GOLDMAN/SACHS
\$SOX	SEMICONDUCTOR (PHLX)
\$XBD	SECURITIES BROKER/DEALER (AMEX)
\$TXX	TECHNOLOGY (CBOE)
\$PSE	TECHNOLOGY (PSE)
\$IXTC	TELECOMMUNICATIONS (NASDAQ)
\$TRANQ	TRANSPORTATION (NASDAQ)
\$NV	TRANSPORTATION (NYSE)
\$TRX	TRANSPORTATION S&P (CBOE)

\$NNA	UTILITIES (NYSE)
\$UTY	UTILITIES (PHLX)

## Состав основных индексов Dow Jones

30 компаний, входящих в состав Dow Jones Industrial Average:  
 (\* Новые компании, вошедшие в индекс 1 ноября 1999г.)

[http://averages.dowjones.com/djia\\_cos.html](http://averages.dowjones.com/djia_cos.html)

Company Name	Symbol	Price	Weighting %
Alcoa Inc.	(AA)	69.1875	3.112
American Express Co.	(AXP)	144.5000	6.500
AT & T Corp.	(T)	54.8750	2.468
Boeing Co.	(BA)	36.1250	1.625
Caterpillar Inc.	(CAT)	42.4375	1.909
Citigroup Inc.	(C)	58.6250	2.637
Coca-Cola Co.	(KO)	47.6250	2.142
DuPont Co.	(DD)	57.5625	2.589
Eastman Kodak Co.	(EK)	60.0000	2.699
Exxon Mobil Corp.	(XOM)	79.7500	3.587
General Electric Co.	(GE)	153.1875	6.891
General Motors Corp.	(GM)	82.4375	3.708
* Home Depot Inc.	(HD)	63.0625	2.837
Honeywell International Inc.	(HON)	52.7500	2.373
Hewlett-Packard Co.	(HWP)	142.6875	6.419
International Business Machines Corp.	(IBM)	123.4375	5.553
* Intel Corp.	(INTC)	129.8750	5.842
International Paper Co.	(IP)	40.3125	1.813
J.P. Morgan & Co.	(JPM)	134.4375	6.048
Johnson & Johnson	(JNJ)	77.5000	3.486
McDonald's Corp.	(MCD)	37.6875	1.695
Merck & Co.	(MRK)	67.4375	3.033
* Microsoft Corp.	(MSFT)	86.3750	3.885
Minnesota Mining & Manufacturing Co.	(MMM)	91.1250	4.099
Philip Morris Cos.	(MO)	22.3750	1.006
Procter & Gamble Co.	(PG)	61.5625	2.769
* SBC Communications Inc.	(SBC)	46.3125	2.083
United Technologies Corp.	(UTX)	61.0000	2.744
Wal-Mart Stores Inc.	(WMT)	58.3750	2.626
Walt Disney Co.	(DIS)	40.1875	1.807

20 компаний, входящих в состав Dow Jones Transportation Average:

[http://averages.dowjones.com/djta\\_cos.html](http://averages.dowjones.com/djta_cos.html)

Company Name	Symbol	Price	Weighting %
Airborne Freight Corp.	(ABF)	22.8125	3.625
Alexander & Baldwin, Inc.	(ALEX)	19.7500	3.139
AMR Corp.	(AMR)	34.3125	5.453
Burlington Northern Santa Fe Corp.	(BNI)	24.3125	3.864
CNF Transportation, Inc.	(CNF)	29.0000	4.609
CSX Corp.	(CSX)	23.8750	3.794
Delta Air Lines, Inc.	(DAL)	55.2500	8.781
FDX Corp.	(FDX)	39.3750	6.258
GATX Corp.	(GMT)	36.8125	5.851
J.B. Hunt Transportation Services	(JBHT)	14.6250	2.324
Norfolk Southern Corp.	(NSC)	15.9375	2.533
Northwest Airlines Corp.	(NWAC)	22.6875	3.606

Roadway Express, Inc.	(ROAD)	20.1875	3.208
Ryder System, Inc.	(R)	22.0625	3.506
Southwest Airlines Co.	(LUV)	21.2500	3.377
UAL Corp.	(UAL)	61.3750	9.755
Union Pacific Corp.	(UNP)	41.0000	6.516
US Airways Group, Inc.	(U)	29.3750	4.668
USFreightways	(USFC)	38.5000	6.119
Yellow Corp.	(YELL)	17.5000	2.781

**15 компаний, входящих в состав Dow Jones Utility Average:**

[http://averages.dowjones.com/djua\\_cos.html](http://averages.dowjones.com/djua_cos.html)

Company Name	Symbol	Price	Weighting %
American Electric Power Co.	(AEP)	31.6250	5.760
Columbia Energy Group	(CG)	60.5000	11.02
Consolidated Edison Inc.	(ED)	29.8125	5.430
Dominion Resources Inc.	(D)	40.0000	7.286
Duke Energy Corp.	(DUK)	53.8750	9.813
Edison International	(EIX)	16.8750	3.073
Enron Corp.	(ENE)	66.5625	12.12
Reliant Energy	(REI)	24.0000	4.371
PECO Energy Co.	(PE)	40.6875	7.411
PG&E Corp.	(PCG)	21.7500	3.961
Public Service Enterprise Group	(PEG)	30.1250	5.487
Southern Co.	(SO)	23.1250	4.212
Texas Utilities Co.	(TXU)	31.0000	5.646
Unicom Corp.	(UCM)	39.1250	7.126
Williams Cos.	(WMB)	39.9375	7.274